全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买入中国

称雄全球的中国对冲基金经理投资之道



张承良
陈宜飚 著

中国人民大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

买入中国：称雄全球的中国对冲基金经理投资之道／张承良，陈宜飚著.——北京：中国人民大学出版社，2011.8
ISBN 978-7-300-14022-3

Ⅰ.①买… Ⅱ.①张… ②陈… Ⅲ.①对冲基金—金融投资本 Ⅳ.①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字（2011）第138940号



买入中国：称雄全球的中国对冲基金经理投资之道

张承良 陈宜飚 著

出版发行	中国人民大学出版社		
社　　址	北京中关村大街31号	邮政编码	100080
电　　话	010-62511242（总编室）		010-62511398（质管部）
	010-82501766（邮购部）		010-62514148（门市部）
	010-62515195（发行公司）		010-62515275（盗版举报）
网　　址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com（人大教研网）		
经　　销	新华书店		
印　　刷	北京华联印刷有限公司		
规　　格	170mm×210mm 16开本	版　　次	2011年9月第1版
印　　张	16.5	印　　次	2011年9月第1次印刷
字　　数	150 000	定　　价	48.00元

支持环保 本书采用环保油墨印刷

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

打开天窗 说亮话

财智

WEALTH

文化天窗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买入中国

称雄全球的中国对冲基金经理投资之道

张承良　陈宜飚　著

中国人民大学出版社
·北京·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

序一　性格即命运　胡野碧 p.6
序二　见证中国金融变革　谭岳衡 p.11
自序　张承良 p.13

第一章 “土洋结合”的对冲基金经理

1.1　农村里走出来的基金经理 p.20
1.2　私募投资　磨剑十年 p.27
1.3　从技术派到价值派 p.32

第二章 冠军基金的成长之路

2.1　生不逢时的睿智华海基金 p.40
2.2　逆市重仓，打赢股市攻坚战 p.49
2.3　称冠全球华人对冲基金 p.67

第三章 巴索结合，行走天下

3.1　从哲学话投资 p.82
3.2　巴菲特的启示与局限 p.90
3.3　索罗斯的投机王道 p.97
3.4　揭秘五大选股指标 p.102
3.5　如何寻找催化剂 p.120

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 巴索法则实战演练

4.1 揭秘选股路线图 p.132

4.2 巴索结合的完美示范 p.135

4.3 强者也有失手时 p.166

4.4 巧用期权，对冲投资风险 p.169

4.5 以良好心理素质应战 p.183

第五章 下一个投资亮点在哪里

5.1 俯瞰全球经济格局 p.188

5.2 谁将称霸新兴市场？.....p.200

5.3 能否大胆买入中国？ p.204

5.4 中国投资者海内外投资策略 p.215

第六章 揭开对冲基金的神秘面纱

6.1 神秘的对冲基金大家族 p.226

6.2 私募对冲基金VS公募基金 p.232

6.3 一个对冲基金经理的一天 p.240

6.4 想入行，你准备好了吗？ p.245

6.5 内地派对冲基金人才崛起 p.256

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序一

性格即命运

胡野碧
睿智金融集团有限公司主席

作为最早涉足股市的中国人之一，纵横股坛超过20年，好歹也是江湖上成名的人物，但凭眼光选股投资，至今我仍处于几乎“股盲”的水平。

这话说出来，必定令大家觉得匪夷所思，属天大的笑话。

遗憾的是，这不是笑话。在我的职业投资生涯中，多次拍脑袋决策而亏损几千万或少赚几个亿，即使对半职业从事脱口秀搞笑的我来说，也笑不出来。

人生买的第一只股票，是20世纪80年代末，我刚做股票分析员的时候，结果这只股票颗粒无收。当时初入行，对股市一知半解，我的股票分析基本就是拼凑抄袭他人的研究报告，盈利预测则是把他人的预测进行加权平均，我给客户的投资建议不是客户常见的买，或者卖，而是走着瞧，或者你自己看着办。这第一只股票是因为我开会时听到老板谈起，就赶紧溜出来投入了几万元港币，等着第一次的好运(Beginner’s Luck)。结果股价上下波动了半个月，公司就停牌了，折腾几年后，公司竟然被摘牌了。其实摘牌时，我是可以拿着股票去换回几千元现金的，但我选择了拒绝，我宁愿保留这些变成废纸的股票，作为我一生炒股的警示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可惜的是，这些至今还保存在我家中的警示股票在人性贪婪、恐惧、急功近利、投机取巧、心存侥幸的特点之下，并未能阻止我继续在股市中犯错，并且屡屡重复地犯错……

2000年初，高科技泡沫席卷全球，狂热浮躁的浪潮中，能冷眼旁观、坐怀不乱的人不多。我跟风投入25万美元买入一只纳斯达克的股票，结果可想而知，2010年埋单离场，拿回不足200美元。

2001年，高科技泡沫破灭，轰动一时的香港电讯盈科（8.HK）从高峰期的28港元跌到4港元，跌幅如此之大，我感觉抄底的时机到了。当时没有认真去研究公司和行业前景，但我坚信一点：电讯盈科主席、富二代李泽楷为了自己及整个首富家族的声誉，一定会让公司东山再起，再造辉煌。于是我脑袋一拍，投入800 万港元，从4港元一直买到2港元，买到后来见其“跌跌不休”而不敢再买。结果几年后这只股票被5股合并成1 股，合并之后至今的股价尚不到4港元，换算起来，我投入的800万港元目前市值不足200万港元。

2002年，我以专家身份在凤凰卫视担任财经评论员，某天一散户以崇拜的心情和我聊股票，其间聊到中移动（941.HK），我随口说了句联通（762.HK）更便宜。没料到，在这个散户眼中，我的话就是金科玉律、发财宝典，他一转身就投入几十万买入联通。随后联通一直下跌，几十万港币在我眼中不算什么，但对他可是大半生积蓄啊。从此我一见到他，就无比地尴尬、自责和后悔。尽管他嘴上不说什么，但我能强烈感觉到他那发自心底的哀怨、忧愁以及对我所谓财经专家身份的彻底鄙视。后来我想方设法帮他在别的场合赚回了几十万，才了结了我心中那份歉疚和难堪。但此后任何人和我聊股票，我都支吾以对，顾左右而言他。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009年，金融海啸后的股市出现报复性反弹，我持有的一只股票从0.60港元升到1.20港元，涨幅一倍，我觉得挺满意，全数抛出2 000 万股。但随后这股票一直高歌猛进，最高涨到近10元港币……

梦幻般的输钱记录，真金白银的血淋淋的教训，远非股市交学费那么轻松，也更非运气不佳那么简单。重复连串的投资失利，其实源自性格中的弱点，昭示了结局的必然。

我理工科出身，不喜欢钻研、深入、严谨、苦读、刨根问底、广泛论证。我擅长捕捉机会、见风使舵、投机取巧、不劳而获。命运阴差阳错却又恰到好处地让我进入金融行业，没有让我成为一名工程师或研究员，由此极大地改变和成就了我的人生，但性格中的惰性和赌性又注定了我在股市里必然会有挫败。

我从不是一个完美主义者，但却是一个彻头彻尾的机会主义者。我平常讲得最多的几个字是“无所谓”，我发出的最多决策指令是“Let’s take the chance”（让我们赌一把）。

遗憾的是，在股市里，让你轻松赚钱的机会并不多。一分耕耘，一分收获。草率投资、心存侥幸的结果往往都是一念之差，一失足成千古恨。

张承良博士和我好几次一同接受媒体采访，每次张博士都会赞美我给予他充分的自由度，从不给他压力，从不干涉他的投资决策。其实我真正的优点是能够意识到自己的弱点，然后让张博士充分发挥自己的优点。

张博士的体内流淌着一名优秀基金经理的血液，多年来他都能在股市坚守原则，宁缺不滥、脚踏实地、刻苦钻研、心无旁骛、独立决断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

张博士是公司全体同事公认的最随和的工作伙伴，这不仅体现在他和同事间的融洽关系上，每年年终分奖金时，他总是坚持少拿一些，我却要屡屡说服他多拿一些——金钱是人品最好的试金石。但他的为人随和与他对投资的原则坚守形成了强烈的反差，本书用大量篇幅介绍了他的投资哲学、投资准则以及他投资决策前一定要做足的几项工夫，缺一不可。很多时候，即使我们公司内部聊到股市上的一些传闻、秘闻和投资机会，他也不为所动，一定要自己做足详尽的调研才决定行动方案。

张博士是我们公司最勤奋的员工，毫无例外每天都是他最后离开公司。我们公司的理念是："不忙、赚大钱、开心"。从第一点来看，他就违背了我们的理念。但实情是他真是太喜欢、太热爱和太享受股票研究和投资了。不像我们这些做投资银行的，各自都有五花八门、五光十色的兴趣爱好，股票投资既是张博士的工作，更是他的兴趣和酷爱，他穷其一生精力流连其中、乐此不疲。

张博士是我们这群人中赌性最少的专业人士。他不轻率、不拍脑袋、不相信有天上掉下的馅饼，他相信成功的投资必定建立在对经济大势、行业、公司业务、管理层能力等因素的充分研究和透彻了解之上。作为一家以内地专才为主力的投资银行，我们公司的企业文化具有强烈的内地风格:上班看报纸、玩计算机游戏、中午睡午觉、下午在公司里打牌，司空见惯。经常打牌缺人时，张博士都会被我们强拉上牌桌，但牌友从他那抓牌时发抖的手就能感觉到他不享受赌、更不擅长赌，结果他成为输牌最多、钻桌子也最多的人，这使他本来就不太挺直的后背更加前俯，外形上更加缺乏明星基金经理的风范。

但外形上明星味的欠缺并不妨碍他的睿智华海基金年年都成为基金中之明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

星。基金每年都大幅跑赢大市，2009 年的整体表现在所有中国对冲基金中排名第一，投资组合中的多只股票都升幅数倍——这绝非运气、机会使然，而是性格造就，是张博士长期钻研、琢磨、苦读和修炼后综合实力的体现——因为股票投资是他一生专注的心头之爱。

说到专注，我想起1994 年的某天。当天我约了下午两点和他见面，结果到他办公室之后，等到三点他都没回来，原来他外出开会，专注于了解客户情况而完全把和我见面的事给忘了。这个会本来应该是我和他的第一次见面，但他根本没有出现，这在我的职业生涯中是第一次也是唯一一次。等到我们再接触真正第一次见面时，已经是十年之后的2004 年，他以合伙人的身份加盟我创立不久的公司。然后我们一起创业、打拼、奋斗、折腾、同进退、共患难，成为互相鼓励、互相支持的最好的合作伙伴。此刻，趁他第一本专著隆重上市的时候，我重提17年前的一件旧事，让他终于发现，原来他心目中形象高大的伯乐，其实是一个对多年前的一件小事还念念不忘、耿耿于怀的小人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序二

见证中国金融变革

谭岳衡
交银国际首席执行官

当今，介绍股票投资的书籍不少，但真正能让人静下心来花点时间去读的并不多。张承良博士与陈宜飚合著的《买入中国——称雄全球的中国对冲基金经理投资之道》一书却是个例外。尽管业务繁忙，我还是抽空读完了此书。

简单地说，我认为此书在内地的推出正当其时。

长期以来，中国的资本市场与外界相隔，形成了自己特有的一套投资策略。不论是“赌场论”也好，“政策市”也罢，都从某种程度上反映出中国市场的这种特点。

但是我们要看到，中国资本市场的内外隔阂正在被打破，中国市场正朝着更为国际化的方向迈进：一方面，中国经济的壮大，客观上使得中国的资金需要往外走，寻找更多的投资良机；另一方面，随着境外投资者对于中国了解的加深，特别是金融海啸之后中国投资机会的盛行，令更多海外资金有一睹中国市场风采的愿望，而中国内地与香港两地监管当局也正朝这方面努力，以给境外投资者提供更为国际化的投资平台。

从20多年前亲自参与组建内地证券公司，到现在于香港经营中国自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的国际投行，笔者亲身见证了并继续见证着上述的资本市场剧变，这种变化在金融海啸之后变得尤为明显。特别是随着中国财富力量的增长，有越来越多拥有内地背景的资产管理公司如雨后春笋般在香港成立。对于内地投资者来说，这种剧变意味着什么？我们应该如何应对中国市场的这种深刻变革所带来的挑战？这其实是值得每个投资者思考的问题。

从外来挑战来看，我认为近年来至少可以看到两种极端倾向：一种认为海外机构投资者的操作风格不适合中国市场，外来者将惨败而归；另一种则认为囤集于香港的海外对冲基金力量将会随时冲垮防线，在A股市场上兴起风浪——去年，当索罗斯低调地把他的办公室设于香港金融中心二期的时候，一些内地媒体的反应充分体现了这种莫名的担忧。

实情究竟如何？对冲基金到底是一种什么样的力量？我相信，本书的作者为大家提供了不错的资料和线索。书中所展示的海外对冲基金的投资理念与运用情况——不仅有大量成功案例，而且不乏令作者心痛的惨败教训——有助于内地投资者更进一步了解对冲基金的运作风格。鉴于对冲基金长期以来的神秘感，张博士的此举相信也有助于降低内地投资者对海外对冲基金的无名担忧。

最后，在中国资本市场国际化的过程中，投资者应该如何相应地调整自己的投资理念？张博士的“价值投资”与“催化剂投机”相结合的策略是否适合所有人的口味，本人不敢下断语，但是至少，它提供了一个良好的启发思考的机会。

不管怎么说，张博士靠着这种方法渡过了金融海啸，而且让中国对冲基金的名字首次挤入全球对冲基金排行榜的前列，作为张博士的同道中人，我为张博士的成功感到高兴，也希望日后有更多这样的中国对冲基金涌现。

我相信，这一天很快会到来！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自序

张承良

此书是基于我在金融投资界摸爬滚打近20年，对股票投资真谛的领悟尝试。1989年至1993年，我从内地赴英国诺丁汉大学攻读经济学博士学位，期间曾在伦敦一家公司兼职做证券分析，于1993年来到香港后，我分别在两家公司做直接投资(private equity)达十年之久，期间亦曾兼职为这两家公司的股票投资操盘，2004年“公转私”“下海”，以合伙人身份加盟香港金融界著名人士胡野碧先生的公司，从事股票二级市场投资的资产管理至今，期间于2007年10月1日牵头成立睿智华海基金并担任基金经理。

如果说别人是十年磨一剑，我这15年或20年磨一剑是有点慢，但我相信这应该是一把锋利之剑，希望也是最锋利的剑之一。这本书主要介绍睿智华海基金的投资哲学，包括选股标准、投资案例，以及构建30%目标回报率的投资要素与比例，而睿智华海基金正是应用此投资模式取得了卓越的战绩。

从睿智华海基金成立之日至2011年4月30日的三年加七个月，其每股净资产值从1美元升值为2.270 31 美元，总的净回报率为127%(折合年度化净回报率25.7%)，比起有关的参照指数，跑赢幅度以总的回报率计算达到148%以上(以年度化回报率计算达到32% 以上)，因为同期MSCI 中国指数总的回报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率为−21.73%，折合年度化净回报率−6.62%；H股指数总的回报率为−22.38%，折合年度化净回报率−6.84%；上证综合指数总的回报率为−47.56%，折合年度化净回报率−16.50%。

期间每一个年份，睿智华海基金均跑赢MSCI 中国指数。最辉煌的单一年份是2009 年，基金以177.5%的年度回报率在海外的中国对冲基金中排名第一；彭博社于2009 年12 月28 日显示睿智华海基金的一年回报率(涵盖从2008年11 月至2009 年11 月的12个月)高达237.2%，在全球2 333只对冲基金中排名第二。这是中国人管理的海外中国对冲基金所取得的最好名次或属于最好名次之列。与海外的中国对冲基金同行(从2007年9月30日至2011年1月31日在彭博社均有净资产值数据可查的同行)比较，睿智华海基金获得的年度化净回报率27.0%也是位居第一(见表2.4)。

老实说，最初成立睿智华海基金的时候，虽然我有信心取得超越大市的回报，但我做梦也没想到会获得这么好的业绩和名次，超越的幅度会这么大。作为有多年经验的金融界人士，我和很多同行知道，短期大幅度跑赢大盘指数可能包含一定的运气因素，但随着时间的拉长，即使不能排除运气因素，其占的比重也应越来越小，而掌握内在规律的“硬实力”或必然因素应该起主要或关键的作用。

这三年零七个月(香港股市经历了2007 年的大牛市尾声、2008 年“百年一遇”的金融海啸引发的大熊市、2009年的大反弹或小牛市及2010 年的牛皮或整固市，市场走势很复杂)的检验是短是长，也许是见仁见智的问题，但睿智投资模式的孕育基础，确实是我过去十多年的金融工作经历对投资的悟道，以及研读世界上多位投资大师理念的启发。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

睿智华海基金的审计师一直是世界知名的安永会计师事务所，而且基金从一开始就打破了对冲基金不成文的神秘“行规”，坚持每个月的月度报告都向投资者披露首三大持股的具体名单。不仅如此，我若能抽出时间，还经常接受媒体采访，披露我的投资哲学和对股市及个股的看法。月度报告和更多资料（包括睿智华海基金的投资哲学以及一些常用的估值Excel表）可以到基金网站http://vfcof.vfg.hk 下载和参考。

有记者曾问："睿智华海基金为什么自愿提高透明度，成为对冲基金的‘异类’？”我这样做有两个原因：一是回馈社会和分享理念。我出生于一个农民家庭，若没有社会的支持（如助学金和奖学金），单靠父母，我读不起大学，更谈不上出国留学。所以我常怀着感恩之心，除了做一些慈善捐款之外（包括我本人从此书中所获的稿费，将全部捐献给我家乡湖北省老河口市秦集镇的母校秦集小学），还想用其他方式回馈社会。

在我看来，投资规律若被更多的投资者掌握，有利于缩小社会的贫富差距。若我可以做到的话，我将视之为一件很有功德的事。关于分享，睿智华海基金还有一个对冲基金界少见，而对投资者更加有利的独特做法：在收取20%业绩费之前设有8%的“门槛收益率”，即基金年回报率若达不到8%，则对投资者不收业绩费，对年回报率超过8%的超额部分才按20%收取业绩费，同时还要满足超过历史上最高的每股净资产值的所谓高水位条件。

二是集团的“睿智金融，快乐人生”理念。我非常认同集团的文化。“快乐”可通过增加内在动力和减少外来压力来实现。如何增加内在动力？比如做自己本身有强烈兴趣并最好是自己强项的事，这样会感觉时间过得飞快，说明自己乐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在其中。我在做股票研究和交易时就有这种感觉。哪些是外来压力？比如“被迫”做那些使自己感觉度日如年或令人沮丧的事。如基金经理在股市谷底本来想买入，但因为基金投资者的赎回压力而不得不卖出套现就属于这样的事。

因此，我希望睿智华海基金的投资者，对我的投资理念有更多更深的认识，目的是尽量减少今后的压力，若基金的规模增长因此而较慢也没关系，因为快乐比规模和赚钱更重要。正因如此，睿智华海基金自始至今的赎回寥寥无几,压力很小，这也是基金能够取得长线高回报的原因之一。

在此我想对帮助出版此书的人士表达谢意。首先感谢天窗文化和中国人民大学出版社，因为天窗的盛情约稿和鼓励，使得我本来想几年之后出版此书的想法提前，令我有机会通过出书的方式，更早地与更多读者分享我的投资理念。天窗和中国人民大学出版社合作出版了不少财经类好书，我自己也买过多本阅读并从中受益。感谢此书的联名作者陈宜飚先生。陈先生与我的合作，使得我节省了一些写书时间而不至于太影响睿智华海基金的管理，并且也丰富了本书的内容。

感谢睿智金融集团的同事，包括胡野碧、刘学恒、牛钟洁、林蔼茵、卢忻亮、王超、区咏琪、瞿璐等人，大家对我的信任和支持，使得睿智华海基金顺利出生并茁壮成长。特别要感谢胡野碧先生(睿智金融集团主席，畅销财经小说《股色股香》作者之一)这位“伯乐”发现了我这匹“千里马”（借用香港《智富杂志》(*iMoney*)的用语)。感谢胡先生为本书作序，感谢高级分析员卢忻亮、分析员瞿璐、实习分析员刘喆等人为本书的核对提供协助。感谢我的家人，尤其是太太朱莉，她全力支持我的工作，投入了大量的时间和精力负责两个女儿的教育等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事宜，令我不用分心，可以全神贯注地管好睿智华海基金。

最后，欢迎读者批评指正和交流，可发电子邮件至info-vfam@vfg.hk与我联系。投资有风险，忠告读者阅读时博采众长，投资时谨慎行事。祝愿各位投资成功！

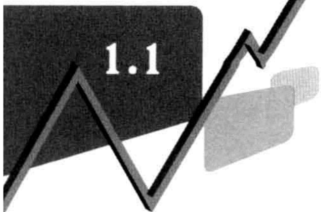
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章
“土洋结合”的对冲基金经理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“纵观自己的投资生涯，我可能属于那种‘非典型’的对冲基金经理，既不侧重投机，也不是机械的价值投资型。我认为价值与投机都很重要，两者应以价值投资为基础有机地结合起来。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



农村里走出来的基金经理

在很多人印象中，对冲基金经理是一群喜欢在市场上兴风作浪的家伙。他们穿着考究，开着名车，像罗杰斯那样把全球旅游当作投资考察；或是像索罗斯那样目光犀利、眼神冷漠，在全球市场上横冲直撞，令各国政府闻风丧胆；再或者像电影《华尔街：金钱永不眠》里那些面目狡诈的家伙。事实是否如此呢？或许吧，但至少我本人不是这样。

不少记者采访我之后都说："很难把张博士与'2009年全球最牛华人对冲基金经理'这个头衔联想到一起"。在他们看来，我更像一位学者，缺少对冲基金经理的霸气，而我跟他们解释投资时，也没有用到很高深的模型或是数学公式。还有一个很有意思的细节是，有媒体提及我时，还不忘加上一句"中国农村里走出来的对冲基金经理"。或许在不少人看来，农民、学者、对冲基金经理，这三者怎么能联系在一起呢？其实，我是一位非典型的对冲基金经理。

我出身于湖北省一个偏僻的农村，有人问我小时候的理想是什么？是做基金经理吗？说出来大家可能会笑，我小时候连股票是什么都不知道，更谈不上做基金经理。我那时候的愿望只是希望改变自己的农村户口，长大能接父亲的班去他工作的县城磷肥厂里当工人。

80后或是90后的人很难体会这种"农转非"的愿望，那时（20世纪70年代）中国农村还是集体经济加计划经济，还没有实行家庭联产承包责任制，大家在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生产队的统一安排下干活，每个人要算工分——你偷懒也好，辛苦也好，一天农活干下来最多只能挣10个工分，它值多少钱呢？在我家所在的生产队里，只值两三毛钱，这样我母亲辛苦一个月下来挣不到10块钱。大家的生活普遍很贫穷，我印象中当时村民中没有人能买得起手表，相比之下，当时的工人阶级是很让村民们羡慕的。当时工人可以吃商品粮，一个月可以挣三四十块钱，还不用天天风吹日晒做农活那么辛苦。

这段历史可能稍有一点年龄的人都深有体会，也能理解那种迫切希望摆脱农村的心态。20世纪70年代后期，大批下乡的知识青年希望返回城市，他们的心态正和我当时一样，或者更迫切。

知识改变命运

幸运的是，中国在“文化大革命”结束之后，恢复了高考并开始实行改革开放，大家知道今后可以靠本事吃饭了——只要你用功读书，考上大学，就可能改变自己的命运，而不用一辈子被拴在土地上或是靠父母的退休来为自己谋职。

这时的我也重新确定了自己的目标，一心一意想考上大学或中专。经过一番努力，我于1980年考上华中农业大学农业经济系。当时的梦想已经不再是当工人了，而是希望毕业后分配当国家干部或进入科研机构从事学术研究。

大学生活对我影响不小，除了学到后来投资工作中经常用到的必要的基础知识(如经济学、会计学和统计学)，最大的影响是当时大学里已出现“出国热”并逐步升温。还没有毕业的时候，成绩好的同学几乎个个都想考研究生，尤其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想考外国的研究生。我大学时成绩很好，想出国是我选择报考南京农业大学农业经济系硕士研究生的主要原因——当时它代招四个出国研究生的名额。但由于竞争太激烈，我并没有获得出国的名额，而是被录取为国内硕士研究生。

虽然当时没能出国，但在南农的三年研究生学习，使我受益良多。在中国农业院校内，南京农业大学农业经济系的师资水平名列前茅，培养了不少人才。例如深圳市委书记王荣博士、南方基金管理公司总经理高良玉先生、国联安基金管理公司总经理许小松博士、花旗银行（中国）有限公司首席经济学家沈明高博士，都曾经在那里读学士或硕士或博士。

当时我的硕士论文是研究乡镇企业或称为农村工业，有很多机会去“苏锡常”（苏州、无锡、常州）一带考察集体企业，也专门去过浙江温州考察私人或个体企业，对当时业界热烈讨论的苏南模式[1]和温州模式[2]有较深的理解。

现在回想起来，虽然小时候曾希望摆脱农村进入城市，但我的农村经历，客观上从某些方面对我现在从事的股票投资产生了潜移默化的积极影响。比如说我可能更容易将种田上的“播种”和“收获”的理念应用到金融投资上；艰苦环境下培养出来的吃苦精神和乐观精神，有助于基金经理自我减压，保持平和心态，进而有助于取得较好的投资业绩。

---

1. 指江苏省苏州、无锡和常州（有时也包括南京和镇江）等地区通过发展乡镇集体所有制企业实现非农化发展的方式。

2. 指浙江省东南部的温州地区以私营企业（包括家庭工业）和专业化市场的方式发展非农产业，从而形成“小商品、大市场”的发展格局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1987年硕士毕业后，我被分配到北京农业工程大学(这所大学后来与北京农业大学合并，改名为中国农业大学)任教。1988年，我经学校选拔获得了一个去英国留学读博士的机会。于是，我在1989年9月赴英国诺丁汉大学攻读经济学博士学位，终于踏上了自己梦寐以求的留学之路。

留学英国，开阔视野

留学经历对我现在的投资工作有很大的帮助。首先是将英语水平大幅度提高到工作语言的水平，有利于快速、原汁原味地学习世界上投资大师的投资智慧，并获得国际财经信息。



照片中白头发者是英国前首相希思先生(Edward Heath)，希思旁边站立者是张维迎博士，张维迎旁边未戴眼镜者是张承良，左边望镜头者是田军博士。(相片由张承良提供)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其次是知识面得到很大的拓宽。比如我在经济学领域的知识面，从相对狭隘的行业经济学(农业经济学)背景，拓展到发展经济学、西方经济学和投资学等领域，使我更具国际视野。

另外，留学让我能有更多机会接触到一些知名的学者或官员，或学习或交流，对开阔视野和提高思维水平很有帮助。1991年夏天我去日本东京参加国际农业经济学家会议时，曾与林毅夫博士同桌吃饭交流；留学期间在伦敦居住时，曾受中国留英经济学会的委托去机场为当时的国家体改委副主任高尚全先生接机，在路途中趁机请教他对中国经济改革问题的看法；还有比如和当时同在英国留学的张维迎(现北京大学教授)、田军(现英国上市公司富地石油公司董事)以及英国前首相希思先生交谈等。

巴林学师，初涉金融界

在英国读博期间，一个偶然的机会，让我开始接触投资界。那是在1992年，我结识了当时正在伦敦大学攻读经济学博士的田军先生，他介绍我认识了伦敦巴林证券公司的中国分析师邵庆晓女士。邵女士当时正在寻求兼职的助理，帮助收集和分析证券数据，主要是做相关性分析与回归分析，这跟我的知识背景吻合，所以我就被录用了。

获得这个巴林兼职工作，我很高兴。坦白说首先是因为收入较高，这个兼职每1小时报酬有4英镑，而我以前曾在诺丁汉的中国餐馆里打工，工作很累，1小时只能赚1.5英镑；二是可以实地接触到金融界，这些经历是许多人乐意写入简历的“金色”经历。我在中国餐馆打工感觉度日如年，在证券公司兼职却觉得光

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



张承良与两个女儿在华尔街牛旁合影。（相片由张承良提供）

阴似箭。虽然巴林银行在1995年被其新加坡雇员尼克·李森搞垮，但其实它的证券业务一直做得相当不错，在英国也是处于业界前茅。

巴林证券公司当时在全球的新兴市场研究方面做得非常出色，当时全球有名的新兴市场指数就是由我做兼职的那个研究部编制的。这个研究部门做指数研究，使用了一些复杂的金融模型，让我第一次看到统计学的东西在证券领域有这么广泛的运用。

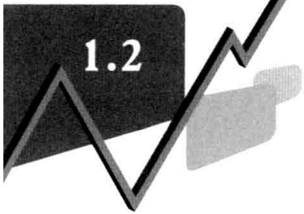
除了技术方面的收获，我也开始了解到宏观经济与股市的关联性，当时巴林的某些金融模型就以量化的方法来分析宏观经济变量（比如利率、汇率、通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胀、石油价格等）与股市指数之间的相关关系。这些是专业投资者需要了解的市场基本面因素，特别是那些被认为在全球市场上兴风作浪的全球宏观对冲基金，它们更需要对宏观经济的基本面与目标股市之间的关系做出判断。

回想起来，我现在非常看好中国及印度等新兴市场，除了重点选择性地投资香港上市的具体中国概念股之外，还敢涉猎中国大陆、印度、韩国、中国台湾等地的股指期货和期权产品，以及石油、玉米等大宗商品类期货和期权产品，并且赢多输少获得不错的回报，这多多少少与在巴林的经历有关。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



私募投资 磨剑十年

留学英国和在巴林证券公司做兼职分析员的经历让我在投资界找工作时派上了大用场。我博士毕业前夕，广东省一个代表团来英国招聘，其驻港企业粤海集团打算筹备一只私募股权(private equity，PE)基金在伦敦上市，希望招聘人员参与筹备工作。我递交申请材料后，便被要求来香港面试并顺利拿到了聘用函。于是，1993年8月，我来到香港，开始了第一份全职工作。

我在香港粤海集团旗下的封闭式私募基金——广东发展基金(Guangdong Development Fund，该基金并非内地经常提及的广发基金)工作了七年，然后又转到中银香港做了三年私募股权投资，前后在私募投资领域干了十年，积累了丰富的经验，为我今日的股票投资打下了坚实的“价值”基础。

私募股权投资涉及面广，很锻炼人。我做过不同环节的工作，包括项目评估、尽职调查、商业谈判、起草投资建议书、讨论及修改投资合同、投资之后对项目的跟踪管理(包括被委派担任项目公司的董事)、投资退出、协助做投资者关系，比如为广东发展基金的机构投资者(包括巴克莱和联合国退休基金)解答某些关于中国经济走势、外商投资法规和主要项目的问题。

私募股权投资周期大体上可以划分为资金募集期、投资期、投资后的跟踪管理期、投资退出期。相对而言，我在广东发展基金工作时主要负责前面的阶段，涉及募集资金和投资，评估和考察的项目比较多(高峰期时每年从各种来源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收到项目上百个，精选数十个深入分析评估，再缩小范围到十多个项目多次实地调研和商业谈判，最后签约投资五六个项目），由于基金规模约1亿美元，所以投资的主要是中小项目。

在广东发展基金做了几年PE投资后，我转至中银集团继续这一行业。在中银，我主要负责后期阶段，侧重跟踪管理期和投资退出期。中银的项目普遍比较大或知名度高，比如我曾参与管理香港的国际金融中心(International Finance Centre，IFC) 二期项目、凤凰卫视项目、北京的东方广场项目、华能电力项目等，都是在业界较有影响力的项目。

这段经历对我现在从事对冲基金很有帮助。在私募股权投资中，我们需要分析财务报表，看账看得要更细、更深。除了常见的“三表”(利润表、资产负债表和现金流量表)外，还选择性地看某些明细表，如订单情况、应收账款和账龄具体名单，以及存货情况，也会独立验证或通过独立第三者验证某些重要数据是否真实。通过参与这些深入的尽职调查，我也积累了很多如何辨别假账和“含水”账目的经验。

在PE项目估值上，虽然也经常使用市盈率(Price to Earnings Ratio，P/E)和市净率(Price to Book Ratio，P/B)指标，但更多时候是使用涉及现金流的内部收益率(Internal Rate of Return，IRR)，以及投资回收期、净现值等指标，因为PE投资一般是投资未上市或尚未上市的企业(项目)，要侧重测算在PE基金只能作为股东从项目公司本身获得的回报(比如在某项目合资或合作的20年期限内获得的现金流)，而将PE股权转卖给第三者，或通过项目上市而退出投资以获得更高回报一般是作为乐观情形，而不是基本情形。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私募经验奠定价值基础

回想起来，多年私募工作经历为我日后的股票投资打下了坚实的价值基础。

首先，PE投资主要是从生意的角度来看投资标的(项目/企业/公司)。这与巴菲特三番五次强调买股票，要从股东(owner or shareholder)角度衡量公司是高度一致的。公司的业务前景，公司管理层和大股东的敬业精神，公司的竞争地位、盈利能力、财务状况等基本因素是衡量公司好坏的重要因素。

其次，估值方面要注重计算投资标的的内在价值。巴菲特及其老师本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)的价值投资理念的首要精髓是内在价值思想。内在价值是来自公司本身的价值，与股票市场上不断波动的价格是不同的东西。PE投资主要投资未上市公司，因一般没有直接的市场价格作依据(虽然有时有可能取得同类上市公司的市场价格或类似非上市公司的股权转让价格做间接借鉴参考)，自然而然要侧重用测算公司本身的回报或价值做估值，这是接近巴菲特和格雷厄姆的内在价值思想。

最后，PE的经历使我对市净率这一指标更加重视。尽管股票市场上确实存在某些大股东通过上市公司“圈钱”的现象，但我从多年PE工作经历中亲身体会到，大股东因切身利益的原因，对公司会投入更多的精力和支持，在股价相同或对小股东更有利的条件下，大股东实际上对企业的贡献比小股东更大(企业的管理团队其实主要也是大股东委派的)。

出于这种经验，对一家质素不错的公司，一旦由于特殊或短暂的原因而出现市净率小于1时(假定B是真实的，或者必要时按实际情况调整B之后计算P/

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

B，也综合考虑其他指标），对小股东来说往往是难得的投资机会，因为这样的价格其实比大股东更划得来或者说更占“便宜”。我们睿智华海基金股票投资组合的P/B经常小于1或在1倍左右，远远低于参照指数的P/B(目前约为2～2.5倍)，这是能够长期大幅度跑赢参照指数的重要原因之一。

这里也说一下我做PE投资期间兼做股票操盘的经历。当时我有一部分时间是为广东发展基金和中银的部分上市股票投资组合操盘。广东发展基金于1994年2月在伦敦成功上市，募得资金约1亿美元，该基金允许不超过10%的资金可用于在二级市场上投资中国概念股，当时我的老板李若和先生觉得我在股票方面有一定的研究和心得，便安排我在他把关的情况下兼管操盘，规模约有500万美元，其后逐步取得了不俗的回报。1997年亚洲金融风暴期间，我操盘的投资组合回报率为10.1%，而同期H股指数和恒生指数回报率分别为−26.3%和−20.3%，跑赢幅度达30%以上。

遇上伯乐胡野碧

来港工作后，通过工作关系和朋友聚会，我认识了不少金融圈内人士，胡野碧先生就是其中之一。胡先生是最早一批来港工作的具有大陆背景，曾留学海外再来港工作的“开荒牛”，在香港投资银行界享有“B股之王”的美誉，并创立了一家以中国留学生为骨干的投资银行(博大资本国际)。后来胡先生打算开拓资产管理业务，因知道我在股票投资方面有丰富经验，便邀请我以合伙人的身份加盟博大资产管理有限公司(这家公司其后入股博大启元资产管理有限公司)，我考虑到这个工作和条件更符合自己的兴趣和强项，就于2004年加入了博

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大，任投资总监。

2006年，博大资本国际公司股东之间发生意见分歧和股权变动，我跟着胡野碧从博大启元退出并参与创立了睿智金融集团以及睿智金融资产管理有限公司，并在这两家公司均任执行董事。睿智华海基金在我的牵头下于2007年10月1日创立，是主要投资香港和海外上市的中国概念股的对冲基金，我担任基金经理。



张承良在公司“睿智金融、快乐人生”字画旁留影。（相片由张承良提供）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.3

从技术派到价值派

在香港，金融界人士几乎人人炒股。我来香港后也入境随俗，很快就开始炒股，同事之间也经常交流炒股信息和心得，主要是媒体新闻、小道消息和看图表。在我正式参与筹备广东发展基金之前，我曾被短暂地安排到证券投资部学习和了解香港股票投资，我当时的上司属于技术图表派，他强调做股票一定要看技术指标，如移动平均线、相对强弱指数(Relative Strength Index，RSI)，而市盈率、市净率那些指标却不是太重要。受其影响，我当时非常信奉技术派。

炒股重创的教训

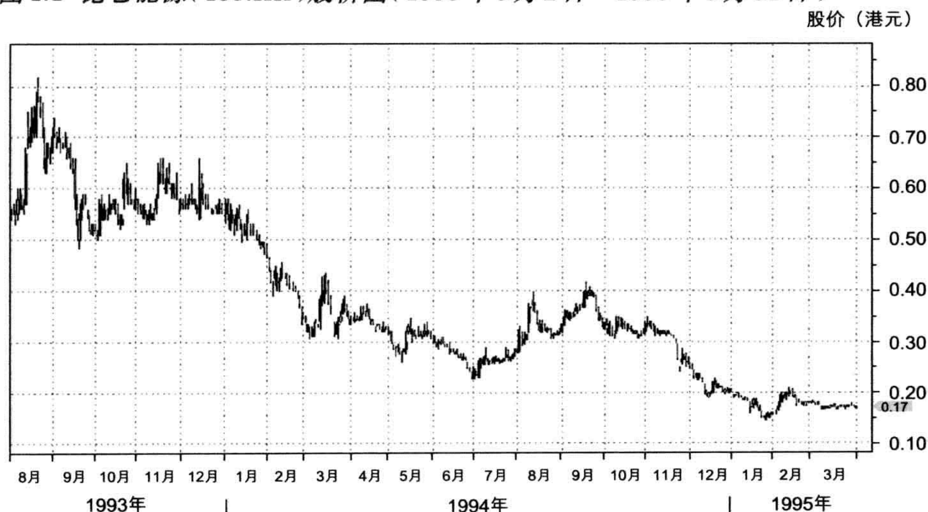
作为新手，我按技术派操作，起初的确也尝到过甜头，赚过小钱，但后来却有几次大输，令我吃到苦头。我记忆最深刻的一次是在1993年9月，我听小道消息和看图表，在每股0.7港元左右买进当时一个热门股Paragon〔即昆仑能源(135.HK)的前身〕，结果一买就被套住，在大市狂升的情况下，该股仍然疲弱，后来越套越深，最后在1995年1月中，我绝望地在0.17港元左右全数卖出，亏损幅度高达75%左右(见图1.1)。面对这次巨幅亏损，我思考了很多，是没做止损吗？但自己以前曾在其他股票上做过5%或10%止损，出现过刚止损，又掉头回升，若不止损，反而能转败为胜的情况。

看来5%或10%止损线的设定有很大的人为性，靠不住。后来读介绍巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资理念的书，再回过头来计算我当时买入时Paragon的市盈率和市净率等投资价值方面的指标，发现我买入时市净率竟高达12至13倍(1992年净资产值为1.25亿港元，每股0.7港元时市值为15.6亿港元)！市盈率为负数(1992年每股亏损1.27港仙)！我逐步深信这次重大损失主要是因为价格高估。这一次惨痛的教训，让我开始意识到，技术分析为主的方法不太适合自己，于是逐步开始对投资价值派感兴趣。

图1.1 昆仑能源(135.HK)股价图(1993年8月2日—1995年3月31日)



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1995年年中，一位朋友推荐给我一本介绍巴菲特投资理念的书《沃伦·巴菲特之路》(*The Warren Buffett Way*)。我被此书深深吸引，如获天书，于是仔细研读并写下心得体会(从此我也经常写炒股笔记，不断总结经验教训)，真是受益良多。如果一定要找一个标志性的事件界定我何时转为价值投资者，那肯定是因为读此书。

看完这本书，我再结合自己在直接投资项目上的体会，觉得价值投资法比技术分析法更有道理，巴菲特强调要从生意角度看股票背后的公司，从公司的内在价值看股票价格是高估还是低估或者大体合理，从盈利、资产状况、现金流、派息等方面去估算股票的内在价值。巴菲特的这些理念与我做PE项目的亲身经历比较一致，也与经济学的道理更加吻合。技术派认为，一旦股价跌破支撑位就应止损卖出。而价值派认为，若其他条件不变或相同(例如基本因素没有恶化时)，价格越跌，投资价值反而在提高，不应卖出，甚至可能应该买进。

动态价值投资理念

运用价值投资理念，反思在Paragon这只股票上的失败原因，我领悟到当时0.7港元的买入价格严重偏贵。我很认同价值投资理念，因此逐渐改为以价值投资为主来选股。

但坦率地说，转到价值投资派的初期，我过度偏重于静态的机械的价值投资，主要看历史市盈率与市净率等指标，对盈利增长因素和投机因素不够重视，没有把价值投资和投机相结合，虽然出现亏钱的次数和亏损幅度大大减少，致胜概率大为提高，但回报率并不是太高，年度化回报率平均大约15%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后来阅读被誉为全球最佳选股人，曾管理世界上最大的互惠基金麦哲伦基金(Magellan Fund)的著名基金经理彼得·林奇(Peter Lynch)的书，包括《彼得·林奇的成功投资》(*One Up on Wall Street*)、《战胜华尔街》(*Beating the Street*)，加深了我对价值投资理念的理解。

林奇将传统的静态价值投资理念发展为动态的价值投资理念，强调获得高回报要寻找盈利快速增长的股票。选股只看历史市盈率还不够，还要结合盈利增长看预测市盈利率指标或PEG指标(市盈率与盈利增长率的比率)。虽然在实践上难以严格区分和准确量化不同的理念在选股中所起的作用，但我发现有意识地运用动态价值投资理念，多考虑盈利增长因素，选到牛股的机会大大增加了，年度化回报率提高到大约15%到20%。

从价值投资到融合价格投机

自从信奉了价值投资，我的投资业绩有了很大改善。但后来我发现，很多次自己虽然严格遵循价值投资买了很便宜的股票(P/E只有几倍，不超过10倍；P/B只有零点几倍，不超过1倍)，但买了就是不涨，甚至长期不涨或反而下跌，我对此类情形很困惑。价值派认为上涨的时机难以预测，告诫其信奉者要有耐心。要一直等下去吗？真有一种此等绵绵无绝期的感觉！

如何才能买到一只一买就涨或等待时间较短的股票？时机如何把握？关于时机，是投机派的强项。于是我又找来不少投机大师的书研读，包括索罗斯(George Soros)的《索罗斯:走在股市曲线前面的人》(*Soros on Soros: Staying Ahead of the Curve*)、《金融炼金术》(*The Alchemy of Finance*)，以及德国投机大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

师安德烈·科斯托兰尼(Andre Kostolany)的《一个投机者的告白》。

通过研读此类投机高手的理念，我逐步悟出选股只有投资价值还不够，还需要投机因素。要想长期地取得高回报，须将投机因素与价值投资相结合。但两者的正确关系应该是在投资的基础上将投资和投机结合起来，而不是在投机的基础上将两者结合，主次关系不能搞颠倒。一字只差，决定你是价值投资者还是投机者，关系到你能否正确定位谁重谁轻或谁主谁次，以至最终决定股票投资成功概率的大小和回报率的高低。

在我看来，投资银行家往往属于投机高手，我从他们那里学习和借鉴了不少投机因素并把它们融合到了我的投资理念中。能促使股价尽早上涨，上涨速度更快、涨幅更大的在价值范畴之外的因素可笼统称之为投机因素，或称催化剂因素及扳机因素。我将这些催化剂因素分为十类，将在第三章中详细讨论。

“大众情人”估值偏贵

为什么价值投资者也应该重视投机因素或催化剂因素？ 因为你已经买入的股票若能变成大众眼中的“美女”和“情人”而受到追捧，就容易以贵的价格卖给别人而赚得更多。换句话说，就容易由合理估值变成价格高估，或由价格低估变成估值合理，进而可能获得更高的回报。

尽管投机因素或催化剂因素是重要的，但人们不应高估其重要性，这是因为：第一，正确的投资理念是投资比投机更重要。若投资理念不正确，即使有投机因素或催化剂因素，亏钱的概率仍然大于赚钱的概率。第二，法律和监管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制度上禁止在证券投资中使用某些特定信息(如内幕消息)，比如我们公司就按监管规定设有严格的"中国墙"[1](Chinese walls)和回避制度[2]。

在睿智华海基金，我把自己总结的"价值+催化剂"投资理念与对冲基金的操盘策略结合，从睿智华海基金发起到截至2011年4月的43个月时间内，创造出了25.7%年度化回报率的卓越成绩(考虑到期间发生的金融海啸导致参照指数MSCI[3]中国指数的年度化回报率为-6.62%，这个回报已经相当可观)，跑赢参照指数达32%，与海外的中国对冲基金同行相比，名列第一(见表2.4)。

纵观自己的投资生涯，我可能属于那种"非典型"的对冲基金经理，既不侧重投机，也不是机械的价值投资型。我认为价值与投机都很重要，两者应以价值投资为基础有机地结合起来，只是前者更重要，占的决策权重应适当地更多一些。恰当的比例应为：60%的价值投资因素，40%的投机因素(详细依据见第三章)，这样才可能长期地获得高回报。

1. 是指通过行政规定和划分、内部监控、信息科技(IT)系统等手段进行隔离，以防止各部门之间出现有损客户利益的利益冲突事件，以及各部门之间防范敏感消息泄露。

2. 是指公司员工须回避不参与，避免发生利益冲突。

3. 由摩根士丹利资本国际公司(Morgan Stanley Capital International，MSCI)所编制的证券指数，指数类型包括国家、地区、产业等，范围涵盖全球。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章
冠军基金的成长之路

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“当有朋友告诉我，睿智华海基金已经在彭博的全球对冲基金库里名列第二时，我首先是感到有点吃惊——此前我已经知道自己当年的回报做得不错，但是，之前没有任何机构给我排名，所以对于自己的基金在这个行业中的业绩到底处于什么位置，并没有特别清楚的概念。吃惊过后当然是高兴——主要不是因为名次，而是因为这个排名是对睿智华海基金的投资理念的肯定或验证。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.1

生不逢时的睿智华海基金

现在回头看我的经历，从种地到留学再到香港做投资，当中经历了不少曲折，发生了很多故事。无数个偶然事件串联在一起使我有了今天这样的职业选择和生活方式，这似乎又是一种必然。而睿智华海基金的诞生、成长以及后来取得投资佳绩，便是这个故事的延续。

在本章，我会以睿智华海基金的实际操作案例为基础，展示我们的基金如何在恶劣的市场环境下取得佳绩，跻身全球顶级排行榜。

睿智华海基金是一只“长/短仓型”(long/short equity)的对冲基金，以长仓为主(long bias)。我们的规模不大，理念上主要以“价值投资”为主，投资标的上以香港股票市场的中国概念股为主。

所谓长仓即买入并持有(包括买入股票、买入指数期货、买入认购期权或卖出认沽期权)，而短仓包括借股票沽空、卖出指数期货、卖出认购期权或买入认沽期权，投资工具较多，并且投资也比较灵活，这也是对冲基金与传统互惠基金(Mutual Fund)[1]最大的区别。

1. 互惠基金是将众多投资者的资金集中一起，等于众多投资者共同聘请一个基金公司的专业投资经理，利用其专业的知识，分散投资于各种不同的投资类别，使个别投资者的小额投资亦能在互惠的基础上享受低风险及较高的回报机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于短仓的功能，各家的理解与策略都不同。我们的目的是为了锁住利润或是追求更高的回报，但也有追求量化投资的基金经理喜欢用短仓来控制整个资产回报的波动性。这完全取决于各个基金管理人的目的和风格。

筹备睿智华海基金是从2007年6月开始的，花费了几个月的时间与律师、审计师、行政管理人和托管银行等中介机构打交道以及撰写私募说明书。由于首轮募集资金主要来自种子资金而不太依赖外界投资者的钱，基金较顺利地于2007年10月1日(国庆节)正式发起成立。

看好中国经济前景

这只基金之所以主要投资在香港和海外上市的中国概念股，首先是因为我们非常看好中国的中长期经济前景，特别是在香港上市的中资企业。事实上，自上个世纪90年代到香港发展开始，我就一直认定，中国的崛起将是本世纪最重要的事件。如果你认同这个观点，那么你就应该认同，中国的企业、中国的货币(人民币)以及中国的资产(股票和房地产)等都会在未来有不俗的表现。

其次是相对于香港本地人，我们更熟悉内地，因为我们都是从中国内地走出来的留学生。中国人取名一般都有讲究，这只基金取名为“睿智华海基金”，其中“睿智”是因为属于“睿智金融集团”，同时睿智本身也有“智慧”、“聪明”和“有远见”之意；“华”意味着我们属于中国基金，而且主要投资于中国概念股，也包括大中华地区的股票，“海”则是取香港的文化中“水”有喻财和会聚财富之意，同时对我们来说，也有兼收并蓄各种投资理念之所长之意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诞生于股市高峰期

经历了2008年的世纪金融大海啸之后才知道，睿智华海基金发起的2007年10月股市正处于高峰时期。

很多“事后诸葛亮”可能会说，我们的基金没有选择好发起时机，在香港市场泡沫最足的时候诞生，这里是不是我们对形势有所误判？我不否认当时我对香港股市的中国概念股一直比较乐观，对市场下跌风险估计不足。但睿智华海基金不是指数基金，不需要投资指数里的所有股票或很多股票，只需要选择性地投资估值便宜并有上升催化剂的股票即可，当时我们还是发现有这样的股票存在。我觉得即使大市下跌，我们选择的股票不一定跌，或即使下跌，跌幅也应该较小。我们投资组合中的股份估值较低，不少股份的市净率与市盈率均低于同行业的股票，更低于恒生指数和H股指数的估值，因此当时我认为即使市场反向，我们的组合也不会亏损太多。

还有更为现实的因素：作为开创一只基金来说，不可能非要等到市场下行时才介入——也让我们用“事后诸葛亮”的方法反过来想想，当金融海啸发生之时，很多投资者都会选择赎回他们的资金，他们怎么可能还会有兴趣去购买一只新成立的基金？实际情况正是如此，金融海啸发生的时候，香港大部分基金均经历了赎回的压力，而直至2009年，市场上仍然鲜有新基金发行。

现在回想起来，我最大的失误在于对市场出现极端风险的概率估计不足，但好在我的选股方法基本保证了投资组合的估值远低于市场平均值，同时投资组合中的具体股票的催化剂因素远多于市场平均水平，因此即使在面临大的调整的时候，睿智华海基金的回报仍然跑赢了MSCI中国指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在让我们用“事后诸葛亮”的方式回顾一下睿智华海基金出生的背景，大家很快就会知道，我们有多么地生不逢时。

2007年10月基金成立之初，香港市场是什么背景呢？当时有两个重要消息影响港股，一是内地监管部门在6月放行QDII[1]基金出海进行股票投资；二是外管局在8月下旬正式宣布“港股直通车”放行。此二者都是在中国证券史上足以留下浓墨的重大事件，当时香港市场为之疯狂，在此暂时不表。

我这里想说的是，其实当时香港市场上的投资者并非铁板一块全部看好港股，因为早在2007年初，美国次贷问题便引发了一些业内人士的讨论和担忧，尽管内地的上述两大利好政策为香港市场带来了祝福，但和内地市场不同，香港市场的重量级玩家是那些欧美机构，它们对于香港市场的操作，很大程度上与美国及欧洲市场的情况相关联。

实际情况是，当时多空对决已经悄然拉开，只是空方当时未占上风，因为像摩根大通等国际投行仍然在唱好市场，最高时曾经喊出恒指39 000点的目标价。市场上机构的看法虽然有分歧，但仍然是看多者居多。

大家忽略了空方掌握的两个重要筹码：一是当时外管局的“港股直通车”计划宣布之后，迟迟未见具体措施出台，极有可能胎死腹中，而一旦这个政策叫停，那些准备拉高港股等着套牢内地投资者的资金将会撤出市场；其二是美国的次贷危机已经演变并延伸至金融系统，发现蛛丝马迹的人已经不少，只是他

1. QDII(qualified domestic institutional investor)意为合格的境内机构投资者，指在一国境内设立，经该国有关部门批准从事境外证券市场的股票、债券等有价证券业务的证券投资基金。

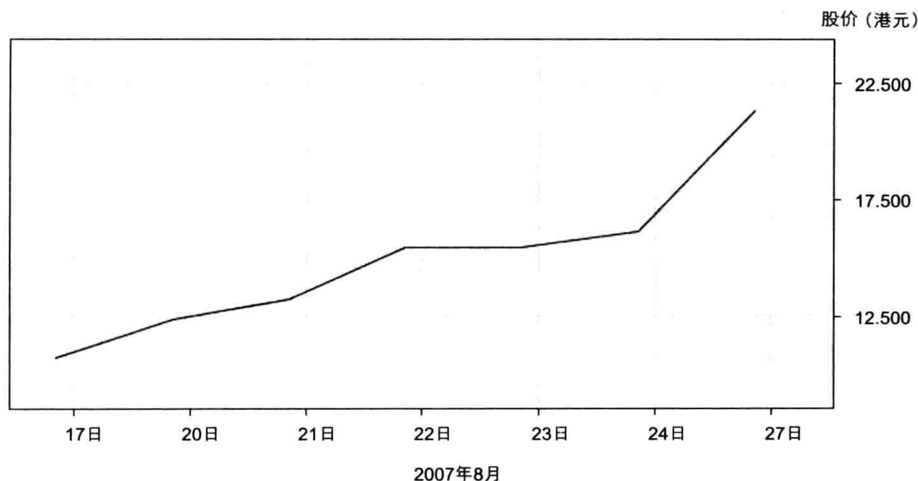
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的声音还不足以引起市场的关注。

进入2007年7月的时候，恒指已经多次出现上下过千点的反复，而2007年8月17日（“港股直通车”政策正式宣布前的一个交易日），港股突然先跳空下跌后又迅速拉升，从底部反弹千点，反而令市场上不少人士忽略了一些潜在的风险。

举个例子，从2007年8月17日到8月27日，中国铝业（2600.HK）的H股经历了一次罕见的放量上升，在短短10天里，从8月17日的最低点10.14港元，高升至27日收盘的21.25港元，上涨超过1倍，随后一直保持在21港元左右（见图2.1）。很多评论员称，是“港股直通车”的消息令中铝受惠。

图2.1　中国铝业股价图（2007年8月17－27日）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实不然，事后有业界同行对外界透露说，这次中铝出现如此大的反弹，是因为一些大型的对冲基金对前期看空中铝的机构联手进行了一次“夹空仓”操作，而他本人也参与了这次行动。

他同时还透露了一个信息，直到同年8月底，仍然有大量的机构不断向他“借”货，有的是准备进一步打压中铝，有的则是为了平掉此前的空仓。

有意思的是，当时市场上投资者热情澎湃，为什么还会有机构继续看空中铝？这位对冲基金经理很担忧地说：“大家其实要认真冷静地回想一下，为什么8月17日港股会大跌？ 8月27日的基本情况和17日并没有什么不同，‘自由行’的资金根本还没有到场，但是恒指已经从当时的19 000多点升到了24 000点，这是很反常的。”他担心那个曾经让他狂赚了一把的中铝股价的巨大V字，或许正预示着未来的问题。

“港股直通车”叫停，次贷危机浮面

问题的确不小，“港股直通车”的消息冲淡了投资者对于美国次贷问题的担忧，而海外对冲基金则借机推高了指数，从中获利。到了2007年10月30日，香港恒指冲至31 958点高位之后，市场争执开始加剧，一些海外投资者此时已经开始悄然获利离场——其中一部分原因是，从8月宣布“港股直通车”开通，到10月底仍然迟迟没有新进展，这些投资者已经开始失去耐心，而那些已经获利的机构则选择锁定利润。

形势从2007年11月开始对看好一方更为不利，市场很快出现了拐点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先是“港股直通车”被叫停。温家宝总理2007年11月初在海外接受香港媒体采访时提出，“港股直通车”需满足一些条件，明眼人都看得出，这实际上叫停了外管局的措施。随后几天，那些期待买高港股等着内地投资者来套牢的香港机构，开始频频出货，港股持续重挫，指数在11月曾多次出现日跌千点的情景。

屋漏偏逢连夜雨。

“港股直通车”被叫停之后，大型对冲基金开始了大举做空市场的进程，而这时美国次级按揭贷款问题又浮出水面，并开始衍变成次贷危机，这无异于给了做空者绝佳的推动力。虽然市场上仍然充斥着次贷“被过度解读”的论调，但已经有越来越多的对冲基金经理开始怀疑这一立场。

一位对冲基金界老行尊在2007年底亲自去美国考察，回来后他进一步坚定了对市场的悲观看法。他认为，次贷被转化成了连他们这些全球专业级投资者都看不懂的金融衍生品，并且在投行内部大量流行，它的破坏力随时会让市场震惊，而他判断，未来的危机极有可能从投行内部开始，随后他开始不再持有长仓。

到了2008年初，业界开始进一步传递市场流动性不足的消息。一些大型的对冲基金经理渐渐发现，向投行的借贷变得更为困难。隐约觉得不妙的一些对冲基金经理为了避免交易风险，开始逐步撤回他们在机构经纪人那里的股票头寸——如果大家有印象，2008年3月贝尔斯登(Bear Stearns)倒闭前，有大量机构客户撤走了资金。

海啸来袭，港股日泻千里

不过在贝尔斯登倒闭前，港股已经经历了一次重大的调整。2008年1月22

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日上午，恒指出现罕见的开市跳空，直接下插250天平均线，重挫1 194点；H股指数也低开881点，以12 649点开盘。随后，在汇控、中移动、港交所和中人寿等大盘股的巨大抛空压力之下，恒指一路下行，全天下跌2 061点，跌幅高达8.65%，国企指数下跌1 619.54点，跌幅高达11.97%，双双创下自“9·11”以来港股的最大跌幅。恒指所有43只成份股中，除一只微升0.4%之外，其他全线下跌。

一位经纪员描述当天情况时说：“许多人‘要钱不要货’，稍微有点盈利或是亏得不多的，全部都沽出套现。”他用“血流成河”来形容当天的股市行情。

当天在内地举行的一场高级别金融论坛上，来自世界各地的基金经理忘记了台上进行主讲的嘉宾，疯狂地冲出会场看彭博(Bloomberg)的报价机，然后不停地给各自的公司或是经纪人打电话，叫骂声、唉叹声、惊叫声不绝于耳，论坛现场几乎成了一个交易所。

大市如此不堪甚至惊动了香港财经官员，财政司司长曾俊华罕有地在政府总部就股市大跌发表评论，强调港股跌市主要是受到外围因素影响。他甚至认为，市场基调仍然良好，不过呼吁投资者要审慎及量力而为。而一直唱好港股的摩根大通银行当时仍然认为港股具有增长潜力，而且对媒体表示，预计2008年港股将升至35 000点水平。

受累次贷，损失惨重

有人可能会问，这时候睿智华海基金在干什么？我们当时又是怎么看这个市场的呢？坦率地说，在2007年第四季至2008年前三季的大熊市期间，我并没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

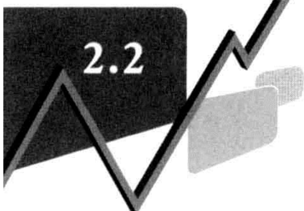
有看对市场，对熊市下跌程度估计不足。正是因为没有看对市场，没有采取太多的做空对冲措施(尽管也有少量的淡仓)，睿智华海基金在这次熊市中也损失惨重，至2008年10月底，每股净资产值从发起日(2007年10月1日)的“原始股”1美元跌至只有0.525 3美元，损失了47.5%。

我当时的一个判断是，美国的楼市价格比香港和中国内地的大城市还便宜，即使要跌也跌不多，更何况香港这边还有中国内地的经济增长支持。美国2008年房地产价格只下跌了30% ~ 40%左右，而香港市场在1997年的时候房地产市场暴跌了5 ~ 7成，但是事后港股也摆脱了危机。

当然，这种想法忽略了一个重要的事实，即美国人的按揭首付款比率是相当低的，他们的杠杆率特别高。在次贷的机制下，美国很多根本没有收入的人士，或是低收入人士，基本不用付什么首期就可以买房子，在这种情况下，房价只要有5% ~ 10%左右的下跌，他们立刻就可能变成负资产人士，而这又足以令银行形成相当的坏账，由于这些潜在坏账被投行或保险公司大量证券化，因此整个美国金融体系的风险是相当大的。

这些教训在我后来对于宏观形势的判断中起到了重要的作用。在金融海啸之后，我开始琢磨，美国政府必然会采取一些特别的措施(例如货币贬值)，在解决市场信心问题的同时，顺便把次贷问题给解决掉——2010年11月4日，尽管有中国等国家反对，但美联储仍然宣布再次采取量化宽松政策(Quantitative Easing Monetary Policy)，证实了我的判断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



逆市重仓，打赢股市攻坚战

让我们再回到2008年，港股在2008年1月22日的重大调整之后进入一段时间的相对平稳期，但其实更大的风险正逐步来临。2008年3月，贝尔斯登倒闭，港股再次重挫超过千点，这次投资者明白，不会再有2007年8月17日的V形反弹了，多数人只希望这次下跌是“最后一跳”。

从当时美国政府的反应来看，情况相当紧急。在贝尔斯登倒闭不久，布什政府公开宣布，希望有资金进入美国，甚至允许主权财富基金进入美国市场。这是此前从未有过的表态，相对应的是，美联储大幅度降息0.75%，这种迹象似乎说明，美国次贷问题还没有明朗化，市场期待一次深度的调整，将悲观势力全部释放出来。

我给股东的一封信

压力释放的重要时刻很快到来了。2008年9月，雷曼兄弟突然宣布破产倒闭，这一华尔街百年老店的倒塌，引发了全球金融海啸，不仅是香港市场，所有的股票市场都出现了连续数日的震荡，各国出现了自上个世纪20年代以来最严重的股灾。

但为了避免重蹈1929年的经济危机覆辙，多国政府罕有地共同对资本市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行了大规模的干预：

美国财政部长亨利·保尔森2008年9月7日宣布，美国政府即日起接管陷入困境的美国两大住房抵押贷款融资机构房利美和房地美，以遏制信贷危机继续扩大。这可能成为有史以来美国政府干预房地产市场的最大规模行动。

2008年9月19日媒体报道，英国金融监管局限制对金融股做空，要求披露当前头寸。

2008年9月23日，美国政府宣布了7 000亿美元的金援计划扩容，两周后议会迅速通过了该方案。

尽管多国政府大力干预市场，仍然没能阻挡市场的悲观情绪。

这时，香港市场上的许多基金都出现了赎回危机，不得不大量抛售持有的股份，这进一步加剧了市场的恶化。我当时的判断是，市场过度反映了悲观信息，与大部分机构不同，我仍然全仓持股。由于市场下跌速度之快，令许多我之前看好的股份再次出现了良好的买入良机，我不仅没有减仓，反而开始追仓，并利用自己的“价值＋催化剂”选股法选出了一些有增长潜力的股份。

必须承认，我当时和大多数投资者一样有一定程度的担忧，但是担忧归担忧，我还是吃得下饭，睡得好觉，因为我对市场并不悲观，觉得当时的股价是非常便宜的。2008年9月27日香港《经济一周》周刊上一张题为“恒指不同市盈率的投资获利潜力与机会分布”的表格增强了我的乐观信心。

而且正如前文所述，这次金融海啸是次贷危机延续一年多之后的一次深度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的压力释放，在此之后，市场虽然还会有波动，但是基本上大跌市已经接近尾声。事实上，当时的种种信号显示，大市可能正在见底，而这正是我开始利用价值选股法进场大举买入便宜股票的良机。

2008年10月3日，我给睿智华海基金所有的投资者(股东)发了一封信，做出了香港股市正在见底，或即将见底的大胆预测。在这封信中，我还附有其中两个预测依据资料，一个是2008年9月27日香港《经济一周》周刊题为“恒指不同市盈率的投资获利潜力与机会分布”表(表2.1)，另一个是2008年10月3日香港《经济日报》的题为“‘股市备忘录’的增持与减持行动”表(见表2.2)。

正如上文所说，在发出此信之前的9月，我已经在跌市中买进，发信后，因股市进一步下跌，股票变得更便宜，所以在10月份和随后的几个月中，我在市场底部区域继续勇敢买进，除了留下必要的现金之外，其他现金全部换成了股票，就像打仗，用尽了所有弹药。这为睿智华海基金2009年获得惊人的高回报，在海外中国对冲基金排名第一打下了良好的基础。

成功预测股市见底

关于成功预测市场底部，在当时也不太容易。客观地说，2008年10月3日并非市场最低日，随后市场还跌了很多，真正的最低点在10月27日才见到，相差24日。但现在回头来看，2008年10月3日也明显属于底部区域，应该说我当时的预测基本上是正确的(见图2.2)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图2.2　恒生指数由2007年10月的高位，跌至2008年10月的低位



说到这里，大家可能想知道，我到底看到了哪些信号，显示金融海啸之后的市场调整可能已经见底？这里解释一下我当时的理由。

我们知道，雷曼兄弟倒闭是在2007年9月，随后市场大跌，很多股份被严重低估，而且有迹象显示，一些聪明的投资者已经开始入场捡便宜货了。到2008年10月3日我给股东们写信时，各国已经先后宣布了一些出人意料的大型救市措施。在我的价值评估与催化剂投资法中，这三个理由(估值吸引、精明投资者买入、政府干预帮助买方，这三个因素应综合来看)已经构成了绝好的入市信号。

三大入市讯号

这里引用信的部分内容如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最近几个正在发展的正面因素使我们判断市场正在见底或非常接近见底。

1. 估值因素：H股指数的市盈率大约是10倍，而睿智华海基金的投资组合则更低，只有5倍左右。“恒指不同市盈率的投资获利潜力与机会分布”表显示，一个较低的市盈率往往有较高的概率，使投资者在较短的时间内获得较大的回报。

表2.1列出了恒生市盈率分别为10倍以下、10～12，12～14，14～16，16～18，18～20，20～30，30～40倍，以及40倍以上9种情况，其中在10倍以下时，之后一年的平均回报为38.25%，之后一年获得正回报的概率为82.50%，之后三年的平均回报为136.92%，之后三年获得正回报的概率为100.00%。

表2.1 恒指不同市盈率的投资获利潜力与机会分布

恒指市盈率(倍)	之后一年的平均回报(%)	之后一年获得正回报的概率(%)	之后三年的平均回报(%)	之后三年获得正回报的概率(%)
10 以下	38.25	82.50	136.92	100.00
10 ～ 12	24.97	84.62	85.40	92.31
12 ～ 14	23.90	75.79	67.21	76.84
14 ～ 16	25.39	80.00	46.94	78.89
16 ～ 18	5.62	56.76	30.94	77.03
18 ～ 20	-2.42	48.15	32.69	74.07
20 ～ 30	-16.15	30.00	-19.33	20.00
30 ～ 40	-48.07	—	-35.63	—
40 以上	-47.49	—	-47.38	—

说明：以1973年5月至2008年8月底的数据做统计。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 精明投资者因素：大投资者和大股东正在积极买进。巴菲特正在大手笔地投资高盛、通用电器和比亚迪(1211.HK)。正如"'股市备忘录'的增持与减持行动表"所示，许多香港上市公司的大股东包括李嘉诚也正在强有力地增持股份。在表2.2中，你可以很容易地看到，绝大多数增持者是个人大股东，而减持者都是基金。这种现象往往发生在市场的底部区域，在那里又发生了财富转移，总体上是从"愚笨"投资者转移到"精明"投资者。

在表2.2中，比较有名的个人增持者还有：新鸿基地产(16.HK)的郭氏家族、嘉华国际(173.HK)的吕志和、时富金融服务(510.HK)的关百豪、世茂房地产(813.HK)的许荣茂、英皇钟表珠宝(887.HK)的杨受成、中国镍资源(2889.HK)的董书通等人。增持行动有44个，减持行动有10个，两者比例大约是8:2。更有趣的是，这10个减持行动中没有一个是自然人，全部是基金或机构投资者(分别是Capital Research、巴克莱集团、瑞士银行、摩根士丹利、摩根大通、Wellington Management、汇丰控股以及西京投资)。

鉴于对基金行业和市场的了解，以及股市经验的积累，我当时有一种强烈的感觉，减持行动很可能主要是因为基金背后缺乏经验的投资者因恐慌而赎回基金，导致基金"被迫"在市场上沽货套现应付赎回，那些基金经理本人在这个股票很便宜的时候内心不一定愿意卖出。我当时与不少基金经理和机构投资者私下交流，发现不少人都认同，当时应买入股票才对。这种现象是股市见底的明显特征之一，所以我当时有一种强烈的愿望，将我对股市正在见底或接近见底的判断告诉睿智华海基金的股东们。

有人可能会说，大股东增持情况是很常见的，他们增持可能是为了给公众

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表2.2 "股市备忘录"的增持与减持行动

部分股权变动(根据2008年10月2日港交所资料)						
编号	股份	股东	申报日期	持好仓数量		最新持股量(%)
				变化(万)	百分比(%)	
增持行动						
0001	长江实业	李嘉诚	29/9/2008	+14.00	—	40.22
0016	新鸿基地产	郭氏家族※	26/9/2008	+50.00	+0.02	42.62
0122	鳄鱼恤	林建名	26/9/2008	+33.30	+0.05	51.53
0173	嘉华国际	吕志和	26/9/2008	+153.00	+0.06	55.83
0813	世茂房地产	许荣茂	29/9/2008	+394.85	+0.12	63.94
0887	英皇钟表珠宝	杨受成※	26/9/2008	+400.00	+0.09	71.36
减持行动						
0330	思捷环球	Capital Research	26/9/2008	−105.03	−0.09	15.96
0991	大唐发电	摩根士丹利	26/9/2008	−2 465.15	−0.75	7.57
2319	蒙牛乳业	摩根大通※	25/9/2008	−1 461.60	−0.94	4.83

说明：※ 为还有其他相关交易。 啡色字代表增减持幅度超过0.5%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个信号，他们仍然看好自己的公司，目的是号召别人去支持其股价。这种理解有一定道理，但不要忘了很多自然人大股东像李嘉诚或是香港郭氏兄弟等，他们本身便是有经验的投资者，而且是他们所处行业的资深投资者。这些人比外界更了解公司的价值，他们知道自己的现金应该在什么时候大量转为公司的股份。

3. 政府因素：现在很多国家的政府实际上正在干预市场，通过注资或修改规则的方式帮助"买家"对抗"卖家"，目的是将政府不喜欢的"失衡"状况改变为喜欢的"平衡"状况。这种干预在市场估值本身就便宜的时候往往最容易达成买家的心愿。

大家或许都还记得，在雷曼兄弟倒闭后，多国政府先后出台了一些救市的措施或是发出干预股市的言论。我当时就判断，各国政府希望改变"卖方强势"的状态，使市场恢复力量均衡。许多国家的政府当时开始出手直接干预市场，为帮助买方而打压卖方势力，这是很罕见的行为。不论是美国还是欧洲，均崇尚自由经济，国家对市场的公开大规模干预在这些经济体中极少会成为占据主流的意见，但当时政府的这些措施居然获得议会或媒体的普遍支持，由此可见当时的政府干预已经是民心所向——如果市场估值过高，政府让你买，你不一定要听政府的话；但在市场市盈率低迷的时候，政府让你买，如果你不买，那可真是错过好时机了。

在我发出给股东的信之后不到两周，远在美国的巴菲特也给《纽约时报》写了一封信，他当时也非常罕见地公开表示，自己正在"买入美国"，他称自己无法预测短期的波动，但是"对美国许多健康企业的长期繁荣表现出担心、恐惧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则是毫无道理的。

两大法则，严选股份

经过大量的分析和认真的判断，在动荡的股市环境里要检验自己的结论，唯有真金白银的付出。

和卖方分析师不同，他们说错了还有修订的机会，而对冲基金经理的决策则是真枪实弹的买卖。如果我们看错了，或是做错了，很可能难有机会翻身。在作出市场即将见底的判断与重仓决定后，我开始精心选股，并重仓持有我们认为较好的股份。事实上，直到2009年，我们一直保持极低的现金。

这些股票是怎么选出来的呢？主要是用到了我自己总结的一套“估值＋催化剂”（催化剂因素，也可称为扳机因素）分析法，找出同时符合两者条件的股票。对于选股大法更具体的解释与案例，大家可以参考本书第三章。

首先，从价值投资来看，我们选择的指标最重要的是市盈率、市净率、市盈率的增长率以及股息率，前三者越低越好，说明该股票有被低估的可能，未来有上升的机会；最后一个指标股息率则是越高越好。

不过仅看价值投资指标还不够，因为你不知道这个被低估的股票何时会上涨，搞不好它会持续被低估。所以还有必要加入另一套股价催化剂机制来判断。

第二，股价催化剂机制考虑的因素有很多，比如公司及其所处行业的增长周期、整个宏观经济的增长周期、人民币的升值预期、股东及管理层的管理能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力、媒体关注程度、内部买卖情况、是否有并购或是重组概念以及是否在未来有可能出现其他利好等（如进入正在筹备的上海国际板等）。

我们有一套自己的股票筛选工具，在我们的备选股中，只有同时符合上述两大要求的股票才会入选。从入选备选股票池到最终投资或淘汰的时间长短因公司而异，也因投资轻重而异，有时很快就可以确定，但有时也要较长时间才能做决定，关键是通过分析研究和尽职调查，有了信心，才决定投资，对新投资或追加投资都比较慎重。例如针对备选股票中欲重仓投资的公司，我们的分析员或我通常会亲自去该公司进行实地考察。通过跟这些公司管理层、它们的上下游客户的交流，甚至与这些公司的竞争对手的交流来了解这家公司的经营情况。

贵精不贵多

通过上述层层选拔，最终选择投资的股份数目并不太多，并且相对集中。一般来说，我们的投资组合大约有40只的股票，比重最大的前三只往往占基金净资产值的30%～45%。2009年底的时候，我们首三只股票合计权重高达39%。这虽然不违反我们规定的单个股票的权重不能超过20%的要求，但是相对一些基金要求的单个股票不超过5%的权重来说，已经是相当进取的了。

选中三大牛股

依据“估值＋催化剂”选股方法，我们选到了比较多的牛股，其中京信通信(2342.HK)、创维（751.HK）和中信泰富（267.HK）更是2009年表现亮丽的大牛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股，选中这些大牛股的考虑因素将在第四章中详细讨论，这里简要介绍何时和为何买进与卖出京信通信及中信泰富。

经过我和分析团队的筛选，我们决定重仓持有京信通信(2342.HK)。从估值来看，在2008年我们决定买它的两个主要时间点，其预测市盈率分别只有8～9倍和5～6倍(但我们预测其盈利增长会高达50%)，市净率也仅在0.9～1.4倍之间，市净率仅相当于H股指数市净率的68%和55%。两项指标都显示京信通信被严重低估了。

从“催化剂因素”来看，京信通信当时向上驱升的催化剂因素非常多：包括中国发放3G牌照，使它的业务爆发性增长；中国电信设备商整体竞争力的提升，令它们在全球的竞争力上升；以及媒体对它的关注度持续上升；内部人士增持股份等。

其实早在2007年10月18日，我们就曾经在2.85港元(为当时价格，未经后来送红股[1]引起股份变动的摊薄调整)左右买入了部分京信通信，到了2008年9月24日，受到雷曼兄弟的影响，该股已经拦腰折损过半，于是我们在1.37港元的价位再次增持。不过那时市场恐慌情绪仍未平息，该股随后不久便再暴跌，到了2008年10月13日，股价已经跌至0.90港元，而我预测金融海啸引发的股灾即将见底，因此大胆地进行了第三次增持。

两次加仓之后，我们便基本上长期持有这些股份，直至2009年的7月24日，

1. 红股即股份公司在利润分配时，不以现金派息，而代之以以股票作为股息的分配形式，给股东“送股”，其结果是把利润转为了股本，公司的资产、负债及股东权益的总金额不变，但增加了股份公司所有股东持股的股份总数，从而导致每股净资产有所下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要以5.65港元的平均价抛出了大部分仓位(由于该股中途实施了送红股，如果不计摊薄，该股实际的主要卖出价格应该为6港元以上)。

有心的读者可能会指出，京信通信后来已经升到8港元左右，是不是我们卖得早了一点？这里涉及一个重要的原则，到底应该在什么时候抛出股票？如果只是会买，而不会卖，很可能纸上财富也会变成水中花、镜中月。股市中有一句话：买股容易卖股难。那么具体什么时候收割？我们采用的是自己的一套标准，下面我简要介绍一下，供大家参考。

三大沽货讯号

睿智华海基金的卖出原则主要是对“估值＋催化剂”的反向应用，也就是符合估值偏贵并且催化剂减少甚至是负面的催化剂因素增多的股票，应该卖出。卖出的情形大体上分为三种：

1. 持有的股票价格高于或到达合理价值。

2. 股票的基本面或催化剂和我们预想的不一致。若基本面严重恶化，预示着估值将严重高估时，一定要卖出股票。即使亏损也要卖，否则亏损可能与日俱增，不要有侥幸心理。

3. 发现更好的换马(switching)对象。这种换马还可再细分为不同的情形：一是虽然被卖出的股票并未出现高估，但准备换入的股票已经出现被低估或价格更合理；二是被卖出的股票和换马的股票两者的估值虽然差不多，但是换马选入的股票有更多的催化剂因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从事后表现来看，我承认京信通信是卖得有点早，如果没有卖出，以2011年1月31日的收市价8.32港元计算，可以多赚大约75%[将红股因素进行可比口径(on comparable basis)调整]。但从全局来看，当时的卖出是正确的。当时卖出京信通信，主要是换马去买神州数码(861.HK)。当时神州数码的买入价大约5港元/股，以2011年1月31日的收市价14.96港元计算，赚大约200%，比一直持有京信通信多赚一倍，从整个投资组合来看，这样做效果更好，使得基金的净资产值因此正确行动而增加。

当时为什么决定从京信通信换马到神州数码？简单地说，我们认为当时神州数码的估值比京信通信更好(因当时其市净率明显比京信通信低，而两者预测的市盈率差不多)，加上神州数码的催化剂因素更多，包括受惠于人民币升值、数字城市(Digital City)和市民卡等概念容易刺激投资者，使之对神州数码的股价上升空间有更大想象。应该说京信通信当时仍然是一只不错的股份，前景也很好，但我们的理念是追逐更高的回报，而换马更有利于达到此目标。

逆市而行，重仓中信泰富

这里我想重点提一下中信泰富，众所周知，该公司当时是由红色资本家荣毅仁后人荣智健担任董事长，在香港市场上一直属于比较稳健的蓝筹股，同时也是一只业绩不错的红筹概念股。但该股在2008年10月20日突然发布公告，宣布一项巨大的外汇亏损，导致该公司可能遭受高达147亿港元的损失。消息一出，该股在10月21日复牌后开盘即暴跌38%，盘中更一度跌至6.47港元，跌幅超过55.4%，当日收报于6.52港元，跌幅达55.1%，远远超过业界预计的20%左

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

右的跌幅。

一只曾经绩优的蓝筹股，一天之内市值便从318.4亿港元暴跌至不足143亿港元。除了遭受外汇亏损，香港一些机构投资者对于公司信息披露方面也颇有微词，因此用脚投票，以离场来表达不满。

不过我与市场上某些看法并不相同。这家公司在遭受了市值蒸发过半的惩罚后，当时已经开始有了投资价值。

从业务来看，这家公司除了外汇交易导致的亏损外，其他的经营部门仍然运作良好，在红筹股中，它是占主导地位的实力雄厚的公司，主要业务是特钢、矿产和房地产，这些都是最容易受惠于中国经济增长的行业。

从市场情绪来看，在经历了投资者的抛压之后，该股的投资价值已经出现——市净率跌至0.2倍，仅相当于当时H股指数市净率（1.5 倍）的15%～20%，加上事件发生后，母公司已经表达了注资的意愿，所以我判断这个时候正是绝好的入场机会。通常情况下，你很少有机会以这么低的市净率买入一家蓝筹股公司。

从长远来看，这个公司的业务仍然是不错的，均会受惠于经济复苏，而对公司长远发展来说，外汇亏损只是一次偶然事件。

中信泰富于2008年11月12日发布公告称，中信泰富发行本金总额为港币116.25亿的可换股债券给母公司中国中信集团公司。可换股债券的本金总额按初步转换价每股股份8港元转换为股份。这是一个非常重要的公开信息，母公司出一大笔钱帮助中信泰富渡过难关，并愿意按8港元/股的换股价换成中信泰富的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股份，当时市场价明显低于大股东的每股8港元的换股价，并且市净率比较低，这是一个难得的买入机会，于是翌日(11月13日)睿智华海基金就勇敢地以港币6.62元/股左右的价格买进，将中信泰富变成我们投资组合的重仓股之一。

及至同年12月12日，我们又在7.04港元/股的价位增持中信泰富。当时金融海啸仍然震撼人心，连正常的蓝筹股都没有人愿意接手，更何况是一家曝光丑闻的公司？但这就是我的投资理念，我觉得真正决定投资与否的应该是估值与催化剂因素，而不是市场上其他人的情绪，你跟着别人的情绪走，最后只可能成为“羊群效应”里的一只羔羊。

金融海啸过后，沙滩上留下不少便宜货，更多的案例，我会在后面的章节中详细介绍。我想说的是，在大部分投资者仍然处于恐慌之中的时候，我已经重仓买入了自己认为估值偏低和具有上升催化剂的股份。

很快，在多数人的战战兢兢中，日历翻到了2009年。

新年里的第一道曙光

正如我早在2008年10月初预测的，大市可能已经见底，2009年一开始，当大部分分析师和年轻的机构投资者还没有从2008年9月之后的恐慌中回过神来时，港股已经开始大举反攻。

香港恒生指数在2009年第一个交易日创下历年来最高的新年首个交易日涨幅，站上了15 000点，随后又接连升了两天，重返15 500点之上。反映中资企业表现的H股指数也强劲回弹，升幅4.36%，收于8 676点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此前被迫或是主动减仓的基金经理们又开始忙着追货了。2008年业绩不管有多差，2009年总得有个交待吧？一些指数成份股再次受到重视和追捧。

一个明显的例证是，中信泰富的股价于2009年1月2日急升了21.71%，收市价为8.38港元，创下2008年10月中发布盈警以来的新高，并且成为新年第一个交易日升幅最大的蓝筹股。

市场对中信泰富的表现有多种解读，媒体称是中信泰富当天主动公告，公司董事荣智健、范鸿龄等接受香港证监会调查，令投资者觉得大快人心。但这种解释可能有点浪漫主义色彩，其实基金经理们并没有这么“浪漫”，真正理性的投资人不会因为个人情绪的好恶而去追捧或是打压一只股份。

如果能从“催化剂因素”来分析，大家就比较容易理解中信泰富的表现了：从技术面来说，当时母公司的注资已经完成，该公司的发行股数急增近60%，令其在恒指的比重急剧增加，迫使那些追踪恒生指数的基金需要购入该股。此外，中信泰富的母公司已付出巨款支持该公司，表明该公司的相对风险已经较小，加上澳元兑美元汇率持续回升，收窄了其持有的澳元合约亏损，这也令该股估值显得较为便宜，这些均会令基金有补仓的冲动，触发其股价和成交量的暴涨。

不过市场上仍然有许多人拒绝接受新年的恒指大涨是牛市来临信号的判断，“熊市反弹”的质疑铺天盖地，一些明星评论员也再次在媒体上展开“熊”吼。事实上，市场的确在2009年1月也出现过反复的态势，只要一有较大反弹，获利盘便会大量涌现，将恒指压低，这种将信将疑或熊市惯性思维也是牛市初期的正常表现。当时的香港金融管理局总裁任志刚两周内三次提出警告说，金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融市场将会经受“第二波冲击”，而且称第二波的“传染性和震荡将比第一波更厉害”。对于财经高官们的善意提醒，投资者需要辩证地判断。如果大家有印象，会记得我们在前文讲过，在2008年1月真正的熊市前夕，香港官员仍在强调股市“基调良好”。任何人的言论都可以作为参考，但投资终究还是自己的事。

看好中国经济，无惧短期波动

事实上，在2009年相当长的时间里，关于“熊与牛”的判断一直是各大媒体的热衷焦点，港股的波动的确也给那些喜欢短炒的投资者以口实，特别是在2009年3月上旬，恒指一直跌跌撞撞地栽到了11 000点左右，而H股指数也再次回调至6 800点附近。对于那些热衷于短炒的投资者而言，任志刚的判断或许是有作用的，但是对于我这种着眼于长远的增长型股票基金的人来说，不会畏惧短期的波动性。

相反，我更关注一些长远的基本问题。长远来看，香港中资股的表现到底会怎么样？我很快发现，即使是从中长期来看，催生股市向上的动力也非常大。

从大环境来说，作为全球的制造业中心，中国的经济增长和企业盈利增长仍然强劲，而且中国企业的国际竞争力正在快速提升——在我出国留学之时，中国甚至还不能生产上档次的彩色电视机，家电方面与日本差距很大，到了今天，我国在家电制造方面与日本的差距日益缩小，成为世界上重要的家电出口国；在通信设备制造方面，华为公司上升为世界同行中的第二名；我们的高铁制造水平也已经处于世界领先地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从货币汇率来看，自2005年以来，人民币潜在的升值动力越来越强，在这种预期下，全球资金仍然会不断涌入香港及内地。

再从外国市场驱动力来看，1929年金融危机的教训，令全球发达国家政府考虑在金融海啸之后维持一个较长期限的低利率环境，这将为股市提供强劲支持，同时又会进一步推高人民币相关的资产价格。

即使从全球的流动性来看，香港的中资股也应该会获得支持：受惠于内地资金向香港流动（例如投资移民）等因素，加上国际上新兴市场（如印度、巴西等）的升幅惊人，已经接近金融海啸前的高位，将会有大量的海外资金追逐落后的市场——所有这些，都有利于推高港股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.3

称冠全球华人对冲基金

对于2009年的牛熊之争，我的判断是正确的。

2009年的恒指上升的确是新一轮牛市上扬的开始，而由于建仓较早，我的投资组合平均估值较低，加上股份大多拥有一些较好的催化剂因素，因此我们的投资组合在大市回暖过程中，远远跑赢了市场。

到2009年6月份，睿智华海基金的一年(12个月)回报已经高达93%，在彭博的全球对冲基金排名中已经崭露头角，引起了彭博社的关注。

2009年6月的某一天，彭博社的一位记者打电话过来说，想约我做专访，当时我还很奇怪，为什么要采访我这么一个名不见经传的基金经理？经对方解释才知道，我们当时已经冲到了彭博全球对冲基金排名榜的前1%，即在它们的全球对冲基金数据库里，已经有99%的基金落后于我们。从亚洲来看，我们高达93%的年度回报率已经名列亚洲长短仓对冲基金的首位。

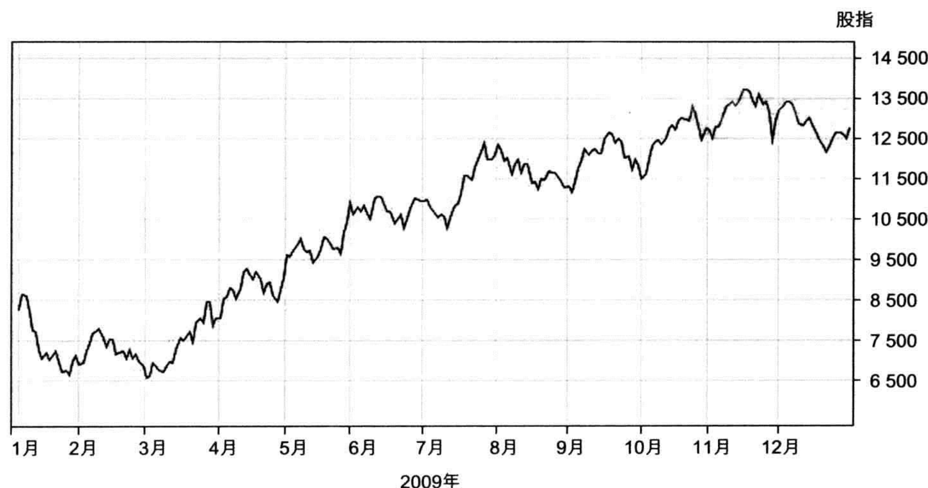
成功预测H股走强

2009年6月23日，彭博电视台第一次采访我，希望我介绍一下对H股的看法。当时市场对于H股的全年走势仍然众说纷纭(在某种程度上很像盲人摸象)，但似乎悲观的论调(比如熊市反弹，经济将“二次探底”等)占主流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但我一直看好市场并坚信我的理念是正确的。虽然H股指数在2008年及2009年的上半年处于下跌调整或整固的气氛，在接受彭博电视台采访时，也只有10 000点左右，但我很有信心地预测2009年内H股将会看到13 000点的目标（见图2.3）。

图2.3 国企指数2009年走势图



我在彭博电视台采访中的解释是，1997年亚洲金融危机，H股在1998年见底，然后上升至1999年内的最高点，H股从最低点上涨了180%。把这个180%用到金融海啸时的H股情况（最低约为4 800 点），即将会在2009 年内上升至13 400 点。这当然只是一个纯技术的理由，最主要还是基本面：现在的中国经济相比于10年前亚洲金融危机时的中国，要强了不知多少；而人民币在2009年仍然被严重低估，有上行的压力，而在十年前，人民币却是有贬值的压力的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是两个艰难时段的很大区别，所以我对H股很有信心。

市场后来正如我所预期的那样，H股走势持续向好。2009 年10 月15 日，H股指数在当日最高点升穿了13 000点触摸到13 046点，11月18日最高升至13 863点。

跻身彭博排名全球第二

睿智华海基金比H股的升势更加强劲。截至2009年12月28日，睿智华海基金在彭博数据库的全球2 333只对冲基金里，以一年期(涵盖从2008年11月至2009 年11 月的12个月)237.2%的回报率位列全球第二位、亚太地区第一名。据说这是历史上第一次，由中国人创办并管理的海外中国对冲基金，在彭博社排行榜上所取得的最好名次。

当有朋友告诉我，睿智华海基金已经在彭博的全球对冲基金库里名列第二时，我首先是感到有点吃惊——此前我已经知道自己当年的回报做得不错，但是，之前没有任何机构给我排名，所以对于自己的基金在这个行业中的业绩到底处于什么位置，并没有特别清楚的概念。吃惊过后当然是高兴——主要不是因为名次，而是因为这个排名是对睿智华海基金的投资理念的肯定或验证。

在成立睿智华海基金的这几年中，刚好经历了港股的大起大落。在金融海啸期间，我们的基金净值也曾经跌到过只剩下四成，在这种时候，无论一个人对自己的判断多么有信心，在惨不忍睹的“成绩单”前也难免产生某种程度的怀疑和动摇——不少业界同仁在2008年或2009年退出了这个圈子，还有人打了退堂鼓。当时有一位业界的朋友跟我交流，说打算不再守下去，要把他的对冲基金关闭了，但我鼓励他坚持下去，但遗憾的是他最终还是关闭了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

彭博排名榜对我来说最重要的意义在于，让我进一步坚定了自己的信念——通过与全球数千家对冲基金的对比，我发现自己多年来总结的这套“估值+催化剂”的投资理念是适合自己的，取得这么好的业绩使我有一种自豪感，也增添了信心和勇气将睿智投资模式介绍给广大读者。

金融界人士普遍知道，同行之间的比较排名与比较的时间段长短有关系，时间段越长，比较的意义越大。我们在这里欣慰地指出，使用彭博社2007年9月30日至2011年4月30日(合计43个月)的净资产值数据对海外中国对冲基金的回报率进行比较，睿智华海基金以总回报率127%和年度化回报率25.7%的业绩在同行中仍然位居第一(见表2.3和表2.4)。大家知道，这43个月的股市走势相当复杂，期间中港股市经历了2007年的大牛市尾声、2008年“百年一遇”的金融海啸引发的大熊市、2009年的大反弹或小牛市、2010年和2011年上半年的牛皮市或整固市。也许因为睿智华海基金在这样复杂的市况下能取得如此优秀的业绩，才会有读者愿意从百忙之中抽出宝贵时间来阅读此书，并思考睿智投资模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表2.3　睿智华海基金优秀业绩表(自发起日2007年10月1日至2011年4月30日)

指标	睿智华海基金	MSCI中国指数	H股指数	上证综合指数
起始每股净资产值(美元)或指数	1.000	88.55	17 017.94	5 552.30
当月末每股净资产值(美元)或指数	2.270 31	69.31	13 208.71	2 911.51
回报率(当月)	5.27%	1.12%	-0.80%	-0.57%
回报率(自年初至今)	6.40%	4.08%	4.07%	3.68%
回报率(自起始至今)	127.03%	-21.73%	-22.38%	-47.56%
年度化回报率	25.75%	-6.62%	-6.84%	-16.50%
标准差	30.47%	39.56%	44.55%	32.80%
上升月份的比例	62.79%	55.81%	46.51%	55.81%
下跌月份的比例	37.21%	44.19%	53.49%	44.19%
最佳月份回报率	28.31%	16.30%	22.96%	15.30%
最差月份回报率	-24.87%	-22.90%	-27.11%	-31.12%

资料来源：睿智华海基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表2.4 睿智华海基金与海外中国对冲基金同行的业绩比较表（比较期：2007-9-30至2011-4-30）

基金名称	彭博代码	总回报率（2007-09-30至2011-01-31）	年度化回报率（2007-09-30至2011-01-31）
VISION FINANCE CHINA OCEAN FUND (睿智华海基金)	VISFICH KY Equity	122.1 %	27.0 %
LBN CHINA+ OPPORTUNITY FUND	LBNCHPO KY Equity	101.7 %	23.4 %
TRISKELE CHINA FUND (卓司高中国基金)	TRISCHI KY Equity	85.3 %	20.3 %
CHINA EAGLE FUND (华鹰基金)	CHEAGLE KY Equity	75.2 %	18.3 %
SPRINGS CHINA OPPORT FF-A	SPCHOPA KY Equity	70.8 %	17.4 %
SPRINGS CHINA OPPORT FF-B	SPCHOPB KY Equity	70.8 %	17.4 %
RISING CHINA GROWTH FUND	RISABHG KY Equity	62.8 %	15.7 %
MAOMING FUND	MAOMING KY Equity	46.8 %	12.2 %
AJIALIGHTHORSE CHINA GROWTH (亚联天马中国成长)	AJILGTH KY Equity	45.7 %	11.9 %
APS GREATCHINA LONG/SHORT	APSCHIN KY Equity	40.5 %	10.7 %
PURE HEART VALUE INVEST FUND	PUREHCG KY Equity	34.0 %	9.2 %
GOLDEN CHINA FUND (金色中国基金)	GOLDCHI KY Equity	23.8 %	6.6 %

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总回报率（2007-09-30 至 2011-04-30）	年度化回报率（2007-09-30 至 2011-04-30）	每股净资产值（2011-09-30）	每股净资产值（2011-01-31）	每股净资产值（2011-04-30 ）
127.0 %	25.7 %	1	2.220 85	2.270 31
113.6 %	23.6 %	1 000	2 016.73	2 136.21
		14.39	26.66	
75.5 %	17.0 %	1.091 2	1.911 4	1.914 9
		107.884 9	184.275 2	
		107.884 9	184.275 2	
		112.32	182.81	
		171.2	251.33	
		286.230 01	416.899 99	
41.4 %	10.1 %	133.28	187.28	188.44
		113.8※	152.54※	
		77.15	95.48	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续前表）

基金名称	彭博代码	总回报率（2007-09-30至2011-01-31）	年度化回报率（2007-09-30至2011-01-31）
FORMOSA ASIA OPP-UG GR CMS-A	UGFMSTA KY Equity	23.7 %	6.6 %
PINPOINT OPPORTUNITIES FD-A	PINOPPA KY Equity	21.5 %	6.0 %
MARTIN CUR ABS RET-CHINA $	MACUABU BH Equity	21.5 %	6.0 %
GAM GREATER CHINA EQ HED- $ OP	GAMGRCH VI Equity	15.8 %	4.5 %
PINPOINT CHINA FUND	PPCHINA KY Equity	14.0 %	4.0 %
CHINA ALPHA II FUND	CNALPHA KY Equity	10.8 %	3.1 %
RICHLAND EMERG OPPORT FND	RIEMOPP KY Equity	8.3 %	2.4 %
PACIFIC ALLIANCE ASIA OPP FD	PAX LN Equity	8.0 %	2.3 %
CHINA TODAY GROWTH FUND	CHNTDAY KY Equity	6.6 %	1.9 %
AJIA-ACORN CH EQ SPECIAL OPP	AJIAACE KY Equity	4.0 %	1.2 %
SPITZER DRAGON FUND LTD	SPITDRA KY Equity	2.4 %	0.7 %
CORPORACTIVE FUND	CORPACT KY Equity	1.6 %	0.5 %
FOUNDATION CHINA OPPORTUNITY	FOUCHOP KY Equity	0.4 %	0.1 %

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总回报率（2007-09-30 至 2011-04-30）	年度化回报率（2007-09-30 至 2011-04-30）	每股净资产值（2011-09-30）	每股净资产值（2011-01-31）	每股净资产值（2011-04-30 ）
		26.236 5	32.455 8	
		114.75	139.45	
18.9 %	5.0 %	25.370 5	30.822 1	30.1766
17.5 %	4.6 %	210.929 99	244.34	247.850 01
		540.49	615.99	
13.1 %	3.5 %	1 217.23	1 348.09	1 376.850 1
15.6 %	4.1 %	1 122.26	1 215.17	1296.8
		1.134 04	1.225	
		281.35	299.86	
8.5 %	2.3 %	128.7	133.81	139.66
4.3 %	1.2 %	110.186 7	112.873 65	114.912 3
2.1 %	0.6 %	10	10.16	10.21
1.7 %	0.5 %	163.3	163.99	166.05

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续前表）

基金名称	彭博代码	总回报率（2007-09-30至2011-01-31）	年度化回报率（2007-09-30至2011-01-31）
JF GREATER CHINA ABS RET-030	JFGCA03 KY Equity	-5.2 %	-1.6 %
CHINA DRAGON ENGINE FUND	CHDRAEN KY Equity	-5.2 %	-1.6 %
SIMON MURRAY & CO CHINA FD-A	SMCHOFI KY Equity	-5.4 %	-1.6 %
CICC CHINA SEGREGATED PORT-A	CICCHNA KY Equity	-5.7 %	-1.7 %
GALAXY CHINA OPPORTUNITIES-A	GAMCOFA KY Equity	-5.7 %	-1.8 %
INFINITI CHINA OPPORTUNITIES	INFCOPP KY Equity	-6.2 %	-1.9 %
SIMON MURRAY & CO CHINA FD-B	SMCHOFB KY Equity	-6.3 %	-1.9 %
GALAXY CHINA OPPORTUNITIES-B	GAMCOFB KY Equity	-6.7 %	-2.1 %
YELLOW CYPRESS OPPORTUNITIES	YECYOSP KY Equity	-7.0 %	-2.2 %
BOYER ALLAN GREATER CHINA-A2	BAGRCA2 KY Equity	-12.2 %	-3.8%
TIBURON TAO FUND LTD- $	TIBTAOD KY Equity	-12.8 %	-4.0 %
BOYER ALLAN GREATER CHINA-A1	BAGRCA1 KY Equity	-13.4 %	-4.2%
TITAN CHINA VISION CLASS A	TICHVIA KY Equity	-21.3 %	-6.9 %
AAA SYWG DRAGON FUND-A	AAASYWA KY Equity	-31.1 %	-10.6 %

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总回报率（2007-09-30 至 2011-04-30）	年度化回报率（2007-09-30 至 2011-04-30）	每股净资产值（2011-09-30）	每股净资产值（2011-01-31）	每股净资产值（2011-04-30）
-2.5 %	-0.7 %	24.239	22.983	23.636
		225.581※	213.866 2※	
1.4 %	0.4 %	2 887.409 9	2 731.97	2 929.02
		135.68	127.96	
		26 947.349 6	25 399.230 5	
-1.4 %	-0.4 %	26.68	25.03	26.3
0.5 %	0.1 %	1 397.27	1 309.48	1 403.89
		23 777.820 3	22 182.800 8	
		1 953.92	1 817.14	
-11.2 %	-3.3 %	221.210 01	194.27	196.38
		1 129.916 99	985.5	
-12.4 %	-3.6 %	215.509 99	186.7	188.73
-17.3 %	-5.2 %	3 260.620 12	2 567.43	2 696.550 05
		17.582	12.108	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续前表）

基金名称	彭博代码	总回报率（2007-09-30至2011-01-31）	年度化回报率（2007-09-30至2011-01-31）
DRAGON ALTERNATIVE INVEST FD	DRAGALT KY Equity	−31.3 %	−10.6 %
CMS PROS GROWTH FUND SEG POR	CMSPRGS KY Equity	−31.9 %	−10.9 %
AAA SYWG DRAGON FUND-B	AAASYWB KY Equity	−36.1 %	−12.6 %
POLAR DIAMOND GREATER CHINA	MQPLDMN KY Equity	−38.2 %	−13.4 %

说明：每股资产净值的货币单位，除标记※的为港元外，其余为美元。

资料来源：睿智金融资产管理有限公司；每股资产净值和指数数据来自彭博社，2011-05-19。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总回报率（2007-09-30至2011-04-30）	年度化回报率（2007-09-30至2011-04-30）	每股净资产值（2011-09-30）	每股净资产值（2011-01-31）	每股净资产值（2011-04-30）
-24.0 %	-7.4 %	17 703.71	12 168.76	13 454.84
		133.04	90.63	
		16.915	10.806	
-34.9 %	-11.3 %	27.31	16.89	17.78

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

巴索组合，行走天下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“60%的巴菲特因素+40%的索罗斯因素，决定了我在投资决策过程中，会在关注企业基本面因素和估值因素的同时，也关注令股价催升或是催跌的催化剂因素。换句话说，选股时要投资和投机兼顾，但以投资因素为主，两者的比例大体上为60：40。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.1

从哲学话投资

第二章介绍了我们基金的成长经历。在彭博排名出来以后，开始不断有权威的中外财经界媒体来采访我们，一些对申购我们基金有兴趣的国际机构也前来拜访。在交流过程中，他们几乎都会有一个必问的问题：你们的投资哲学是什么?

这是一个很好的问题。投资是一门“艺术”而非仅仅一种“技术”活。要掌握这门艺术，需要有自己的哲学。我的投资哲学根源自辩证唯物主义。

中国的大学生们普遍学过哲学，在各大哲学流派中,《唯物辩证法》应该是印象最深的课程之一。辩证唯物主义认为，世界是客观存在的物质世界，物质是不依赖人的意识并能为人的意识所反映的客观存在。

我在哲学观点上属于辩证唯物主义者。本章将辩证唯物主义哲学的逻辑运用到股市投资之中，将睿智投资模式从投资哲学、选股要素以及投资和投机两大类因素之间的比例关系等方面进行剖析。鉴于哲学的语言高度抽象和相对深奥难懂，我尽量用浅白的文字表述。

在我看来，股票投资也存在类似于哲学上讨论的物质与意识的关系问题，或存在和思维的关系问题，或经济基础与上层建筑的关系问题。辩证唯物主义认为，物质是第一位的，是决定性的；意识是第二位的，是对物质的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

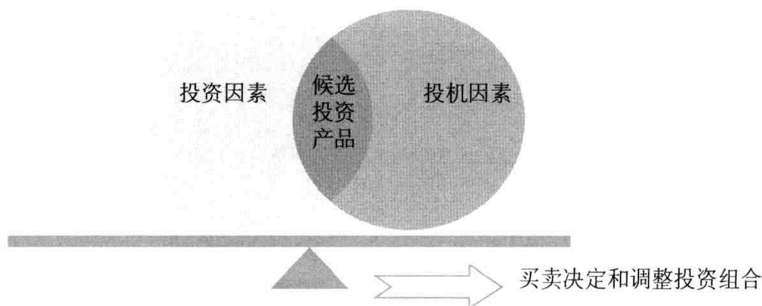
反映，但对物质有反作用。

基本面决定股价

我认为股票价格属于意识或上层建筑的范畴，是第二位的；公司的基本面属于物质范畴，是第一位的。正如巴菲特所说，股价会不会涨，这并不重要，重要的是从公司生意或业务方面看其盈利、现金流、派息这些基本因素。不过，意识对物质也有反作用，股价反过来也可能对企业的盈利等基本因素产生影响，索罗斯的“反身性理论”(theory of reflexivity)就很好地描述了这样的反作用。

那么我们的基金遵循什么样的投资哲学呢？这可从不同的角度用下面三个图来表示(见图3.1至图3.3)。图示的投资哲学需要读者从广义的投资角度去理解。它们不仅可涵盖选股和买入，也可涵盖卖出或不同投资产品之间的换马或调整投资组合时的考虑要素。

图3.1　投资与投机因素



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图3.2 巴菲特与索罗斯因素

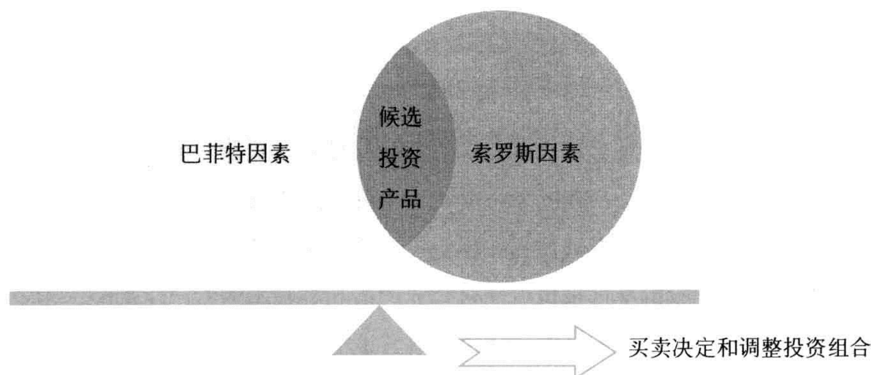
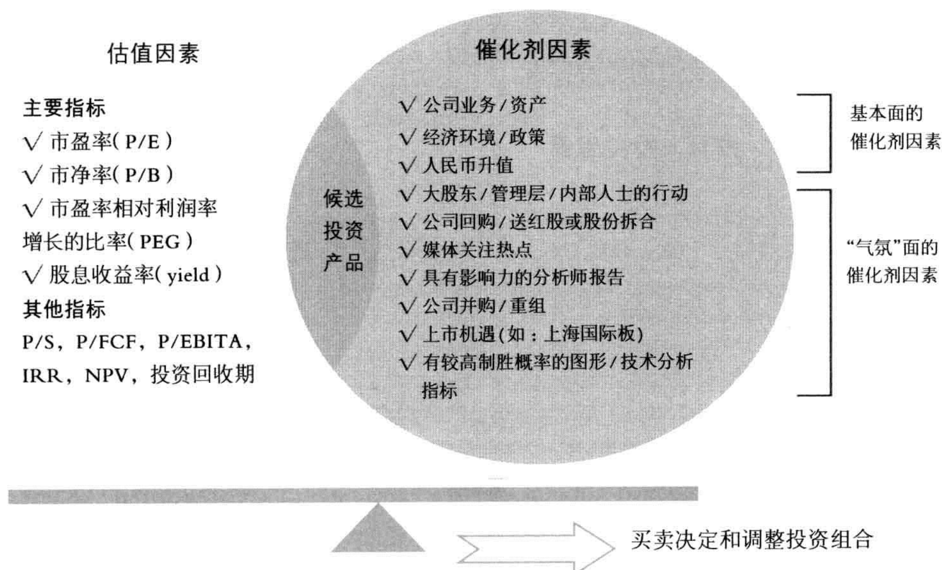


图3.3 估值与催化剂因素



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

睿智华海基金把决定或影响投资产品价格的因素划分为两大类(分别以橙色及灰色代表)。橙色的因素相当于哲学上的物质类，而灰色的因素则相当于哲学上的意识类。我知道这样的分类可能会引起争议，但请读者注意，投资不是一门精确的科学，而更像一门艺术。这两类划分注重的是一种从哲学上探讨投资的思路。

为什么从上述三种角度进行划分?

第一，从抽象的角度划分为投资和投机是因为分类越抽象，则概括力越强，涵盖面越广。抽象的东西是个"筐"，什么都可以往里面装。

第二，从直观形象的角度划分为巴菲特因素和索罗斯因素，是因为大家从各种介绍和报道中对这两个人物有较多的认识，从某种意义上说，他们已分别成为投资和投机的代表人物，他们不同的风格形象栩栩如生地展现在大家面前。

第三，划分为估值因素和催化剂因素(也可称为"扳机"因素)是尽量结合股票投资的实际情况将讨论具体化和深入化，便于大家理解和运用。

在更具体和更深入地介绍睿智华海基金的投资哲学之前，需要引入因素的相对性和主次性的概念。

因素的相对性和主次性

这里以举例的方式简单解释因素的相对性和主次性。

相对性：一个人身高1.7米，他相对于2米的人来说是矮子，但相对于1.5米

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的人来说，是高个儿。

主次性：美国学校与未成年学生签入学协议和收费时，在学校眼里，父母为主（因为需父母签署协议），子女为次。

图3.1至图3.3的划分是为突出决定或影响投资产品价格的因素。既然两大类因素都决定或影响价格，那么灰色的因素在价格面前就是决定性和第一位的。

有人可能会感到困惑：前文刚说橙色的因素是物质类，灰色的因素是意识类，物质决定意识，灰色的因素是被决定和第二位的，现在又说灰色的因素决定价格，在价格面前是决定性和第一位的，这不是互相矛盾吗？我的答案是不矛盾，因为参照系变了，相对性及主次性也可能随之而变。

说灰色的因素是被决定和第二位时，参照系里只有橙色和灰色因素两个“物体”，灰色因素相对于橙色因素来说，灰色的因素是被决定、第二位和次要的，橙色因素是决定性、第一位和主要的。说灰色的因素是决定性和第一位时，参照系里只有灰色因素和投资产品的价格这两个“物体”（此时暂时略去橙色因素），灰色因素相对于投资产品的价格来说，灰色因素是决定性、第一位和主要的，而价格是被决定、第二位和次要的。很显然，如果参照系只有橙色因素和投资产品的价格这两个“物体”（此时暂时略去灰色因素），橙色因素相对于投资产品的价格来说，橙色因素是决定性、第一位和主要的，而价格是被决定、第二位和次要的。

如果橙色因素、灰色因素和投资产品的价格这三者都放在同一个参照系里，三者之间在哲学上有什么关系呢？大体来说，橙色因素是三者之中最根本的因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

素，是另两者之“母”或“源泉”。灰色因素也决定性地影响价格，是价格的第二位决定因素。但灰色因素对橙色因素有能动的反作用，价格对橙色因素有能动的反作用，价格对灰色因素也有能动的反作用。也就是说，三者之间有互动性。

从日常生活中举个近似的例子说明也许能更好地理解这三者之间的关系。一家三口,一位母亲和两个女儿。大女儿是未成年的上高中的学生，小女儿是未成年的上小学的学生,现在面临小女儿小升初选择初中的问题。一般情况下，母亲的观点对小女儿小升初选择什么样的学校最有决定性影响(因为最终是母亲出面签署“文件”)，若母亲强烈倾向于某一所学校作为第一选择，她可能直接给妹妹做说服工作，也可能间接请姐姐帮忙做妹妹的说服工作 。姐姐的观点对妹妹也有影响，只是影响没母亲那么大，并且姐姐的观点对母亲也有某种程度的影响。但妹妹也不是完全被动而一点作用也没有。若妹妹对另一所学校情有独钟(比如受同班好同学选校的强烈影响)而想作为第一选择，并说出自己的很好的理由，也不排除改变母亲和姐姐的想法的可能性。

我看投资与投机

究竟何为投资，何为投机？二者到底有什么共性和区别？

先说共性，两者都有“投”字，都追求投资回报，都会对投资产品进行深入分析以求获得好的回报。从这个意义上讲，股市参与者(包括巴菲特和索罗斯)往往同时具有投资性和投机性，有时很难区分。

那么二者又有什么区别？我的领悟是，从回报的来源上区分，如果主要是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

依据从标的物本身获得内在的回报(包括依据价值回归理念获得回报)，就是投资。投资注重对资本在保值基础上的增值，注重追求基础扎实、可持续以及中长期的回报。如果主要是依据从其他参与者身上获得回报(即主要不是依据从标的物本身获得内在回报)，就是投机。从贬义角度说，投机可能损人利己。从回报的时机上区分，投机比投资更加重视时间因素，更想赚快钱。从褒义角度说，投机可能更强调“一万年太久，只争朝夕”。

人们经常将投机心态和赌博心态相提并论或混为一谈。投机的本质是参与者总体上遵循零和博弈规律，在这一点上与赌博相同。而投资本质上不是零和博弈，理论上参与者都可以是赢家，达到双赢(win-win)的局面。比如假定参与者都只买指数基金，并且长线投资，那么参与者每人都可以获得指数回报，长期的年化回报率大约是10%(按以往统计数据笼统估计)，其回报是来自指数成份股公司的内在回报。

投资和投机有时殊途同归。比如都可能在估值过低时介入而促使估值走向合理，这时投资和投机在客观效果上都充当“解放军”(解放被套亏损的股民，解放“价值”)。有时投资和投机两者分道扬镳，比如估值过高时，投资派往往选择“下车”，而投机派出于某种考虑可能继续向更高的估值方向“炒”。

投机派往往更想在较短时间里赚取更大的超额回报，所以投机者更强调时机，按中文字面意思，投机的“机”与时机的“机”是同一个字。出于对时间因素的重视，投机派比投资派更重视研究股市里的催化剂因素。催化剂在化学中是指加快化学反应速率的物质，“催化剂”这个词引进到股市中主要是指加快股价上升速度的因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于股市是人类活动，投机比投资更强调对人性和行为的研究。睿智华海基金将催化剂因素细分为十个类别，除了前三类基本因素(公司业务/资产、经济环境/政策以及人民币升值)与投资注重的基本因素有重合之外，其他七类称为市场“气氛”面的因素都主要涉及人们的心理和行为。这些“气氛”面因素比较容易被人们留意而进一步影响市场气氛，比估值因素(主要是专业投资者较重视)更容易被投资者(尤其是散户)注意和理解。

睿智投资模式主要是将投资的基础作用和投机对时机的重视结合起来，使两者实现优势互补。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.2

巴菲特的启示与局限

“巴菲特”一词现在已经成为一种精神、一个符号。每每提到巴菲特，许多人脑海中就浮现“长线持有”、“价值投资”等概念。我的体会是，应该把巴菲特当作一种投资风格和投资理念。其中最重要的就是如何对所投证券进行估值，它是相对于投机而言的。巴菲特因素是投资产品价格的更重要的决定性因素，因为巴菲特强调基本因素和估值因素。

学习和借鉴巴菲特的理念和方法，不论是长仓或短仓操作，应该秉持以价值投资为主、催化剂因素为辅的投资理念。我的决策中有约60%应用了巴菲特的理念。

为什么需要巴菲特?

以我的经验，运用巴菲特价值投资的做法，选择便宜的股票，即使看错，股价下跌的风险也不太大，而且还有上涨的可能性(即低估的股票有价值回归的倾向)。巴菲特价值投资的估值原则之一是市盈率和盈利增长率要挂钩。例如一个长期盈利增长率为10%的股票，若市场价格相当于20倍市盈率就太贵了，结合安全边际的考虑应该给一个10倍以下的市盈率。

巴菲特的另一个原则是强调持股相对集中、不要过于分散。这一点可能会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引起不少人的质疑：难道不应该多元化投资，很多投资大师不是强调不要把鸡蛋放在一个篮子里吗？

别把鸡蛋放在太多篮子里

鸡蛋的确不能放在一个篮子里，但是也不能放在太多的篮子里。因为人的精力和时间有限，对不同股票的信心程度也可能不一样，这一点是我与巴菲特的共识。

香港的对冲基金里，一只个股占总组合的比例一般很少超过5%，很少有对冲基金会允许把10%或20%的头寸暴露在某个个股上。但是我们的基金允许在非常有把握的情况下，把个股的比重升至20%。2008年金融海啸期间，我们曾经有个别股份接近这个比例，这在其他对冲基金看来，可能是不可思议的，但我认为，如果你对个股的风险已经作了充分的考虑，而它的估值仍然非常吸引人，同时还存在向上的催化剂因素，为什么不能多买一些呢？

事实上，对冲基金不像互惠基金有诸多的投资限制，比如后者通常会要求基金经理保持多少比例的现金等。对冲基金处理资金是很灵活的，有的对冲基金可以允许全部持有现金，或是全仓买入为数不多的股份，只要这种做法符合基金私募说明书（Private Placement Memorandum，PPM）就可以。

在实际操作中，我会侧重采用巴菲特的价值选股理念，经常检视我的组合并不断地调整，以确保我的投资组合里的股票符合低估值、多催化剂因素的要求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

防风险 坚守低估值

睿智华海基金的股票投资组合的整个加权平均市净率常常不到1倍，而整个H股的市净率在2010年相当长的时间里都在2.2倍以上，经常是我们的两倍多。从市盈率来看，我们整个组合的市盈率经常是单位数或10倍左右，比相关指数低，而恒生指数的市盈率在2010年基本处于12倍左右。

为什么会有这个结果？因为我们在股票的市盈率或市净率过高时就抛售，或换马到更便宜的股份。如果不这么做，整个组合的市盈率或市净率就会跟着往上走，可能加大我们的风险或降低投资组合的内在价值。

所以，这种操作到底应该算是“炒”(投机) 还是“价值投资”呢？相信大家自有判断。

有朋友可能会问，我为什么只给巴菲特因素60%的权重呢？主要是因为巴菲特也有局限性。我不会全盘照搬巴菲特的做法，从局部来说，我也是索罗斯的信奉者。

巴菲特的局限性

总体来讲，我算得上是巴菲特价值投资的信徒，对巴菲特这位老先生内心很是敬佩，但这并不意味着巴菲特的每个观点和做法我都认同。尽管在当今的股票投资界，我很赞成将巴菲特排第一，但他毕竟是人不是神(所谓“股神” 巴菲特也只是一种形容和尊称)，而人人都有局限性。根据我的思考，巴菲特主要有以下三个局限性：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一．巴菲特过于强调长期持有，这容易导致高估人们对“遥远未来”的预测能力。未来是不确定的，未来越遥远，不确定性越高。道琼斯工业指数在1896年5月26日首次公布，它象征着美国工业中最重要的12种股票的平均数。至今为止，这12种成份股中，只有通用电气一只股票仍然留在指数中，其余11种股票均被淘汰而离开了(或因破产，或因被并购等原因)，被淘汰的概率高达90%以上。为什么？因为以哲学的观点，从长期看，任何事物都有一个兴衰的过程。我并非要全盘否定长期持有，而是说长期持有应是有条件的少数特例(比如置于经常性的密切监测之下)，不应强调作为常态，因为长期持有总体上在辩证唯物主义的哲学上站不住脚。

第二．巴菲特不太重视股价波动，这容易错过股市里因稍纵即逝的错误定价(或高估或低估)而展现的获利机会。巴菲特自豪地声称，他的办公室里不放股票报价机，他不经常看股票价格。作为老板和老总，他若自己不经常看股票价格，而安排助手或其他员工看是无可厚非的，但若是从理念上看不起经常看股票价格的投资者，则与价值投资理念不一致。

作为价值投资者，更要经常留意股票价格的变动。道理很简单，市盈率和市净率这两个主要价值指标都首先涉及股票价格，若每股盈利或每股净值不变，股价一有变动，市盈率和市净率就随之变动，若股价大幅波动，就可能出现估值偏高或偏低的情况。作为价值投资者，在股价过低的时候应该买进股票，在股价过高的时候应该卖出股票(若手上持有该股票)或沽空股票(若手上无此股，可以借股票卖出)。

第三．巴菲特后期对新生事物重视不够，这容易错过新兴行业展现的更高回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

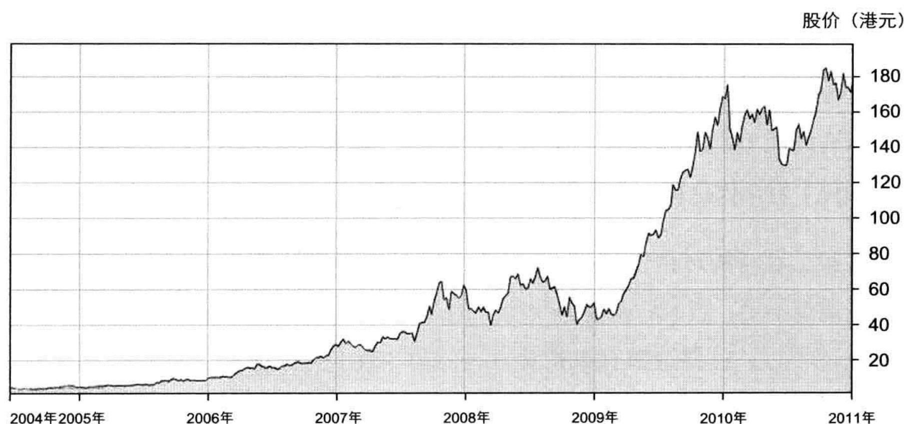
报机会。细心的人可能留意到，巴菲特早期的回报率很高，近20年回报率有明显回落，并且跑输标普500指数(S&P500)的次数在增加。例如，根据巴菲特在2011年2月给股东的信中的数据，巴郡公司(Berkshire Hathaway)的每股净产值在1970－1990年这20年的年度化增值率为25.4%，远高于同期标普500指数的11.1%，巴菲特每年跑赢14.3%，跑输的次数只有2次(即2个年份)；而最近的20年(1990-2010年)，巴郡公司的每股净产值的年度化增值率为16.4%，虽仍然高于同期标普500指数的9.1%，但每年跑赢的幅度大幅下降至7.2%(大约只有前20年跑赢幅度的一半)，并且跑输的次数达到5次(即5个年份)。这两个前后20年相比，标普500指数的年度化回报率只下降了2%，而巴郡公司则下降了9%。

为什么巴菲特后期跑赢的幅度在明显下降？原因可能有多个，例如他的资产规模大了，他年纪大了。但我认为他主观意识上对新事物重视不够也是一个很重要的原因。因为巴菲特强调不熟不做，不了解的就不要去投。由于他对新事物重视不够，在1990－2000年这10年他错过了电脑时代的大牛股微软(MSFT.NASDAQ；4338.HK)(该股在此期间的年度化回报率高达35.4%)，在2000－2010年这10年他错过了互联网时代的大牛股(例如亚马逊在这10年的年度化回报率高达27.7%)。

顺便说一下，腾讯(700.HK)的回报率更高，自2004年6月16日在香港上市(上市发行价3.7港元/股，首日上市的收市价经调整为4.144港元/股)至2010年12月31日(该日收市价为168.90港元/股)期间的年度化回报率高达76%，可能是香港股市同期回报最高的股票(见图3.4)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图3.4 腾讯走势图(2004年6月16日—2010年12月31日)



虽然不熟不做有可能达到降低风险的目的，巴菲特避过了1999－2000年的互联网大泡沫成为美谈，但远离新事物有可能大幅降低回报。新事物既然称之为新事物，就是因为大家都不熟悉，但总有一个从不熟到熟的过程。从投资学上看，投资新事物尽管有风险，但潜在的高回报能对参与创新的总体投资者承担的风险产生足够的补偿，这也是风险投资(venture capital)和PE投资近一二十年大行其道的重要原因。香港首富李嘉诚在搞地产之前是做塑料加工生意的，搞地产、电信和码头生意也是后来摸索的。巴菲特的祖父是开小商店的，父亲是国会议员和做证券经纪生意的，都没从事过大的投资生意，更没经营过保险业务，但早年的巴菲特也是通过学习和摸索才进入股票投资和保险行业的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把握时机很重要

另外，价值投资流派相对于投机派的一般局限性是往往对时机的把握不够重视或技能欠佳。这不是巴菲特一个人的局限性，而是包括巴菲特在内的价值投资派在时机方面普遍存在的局限性。当然，反过来也可以说，投机派在估值方面相对于价值投资派而言不够重视或技能欠佳。

其实巴菲特的风格也是在不断变化的。比如早前，他只看估值，而对公司的增长重视不足，直到后来他的一个合伙人芒格(Charlie Munger)提醒他，仅估值便宜还不行，还要选择有增长潜力的公司，有上升前景和盈利增长，股票才有可能大幅度增值。巴菲特后来认同了这一点，并对自己的股票投资理念作出了修正。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.3

索罗斯的投机王道

在实际投资中，我们也向索罗斯投机派学习。大体来说，有约40%的投资决策权重是看投机因素。

这里所谓的“索罗斯”只是一种形象的说法。索罗斯因素涵盖投机因素或催化剂因素，虽然重要程度没有巴菲特因素那么高，但也是决定或影响投资产品价格的重要因素。且从哲学上讲，这类因素有可能对基本因素产生能动的反作用。所以，在投资实战中，我对索罗斯因素也是高度重视。

索罗斯的投资风格给我的印象很深刻，甚至早于巴菲特的理念。他1992年冲击英镑时，我正巧还在英国读博士，同时在巴林做兼职分析师。索罗斯抓住了英国经济衰退的机会，给高估的英镑狠狠一击，迫使它与欧洲汇率体系脱钩。犹然记得在英镑宣布脱钩的前一天晚上，当时的英国财长拉蒙特(Norman Lamont)发表电视讲话，很坚定地说英国政府“坚决不脱钩”，结果第二天英国就宣布脱钩了——这说明政治要员的话，不能盲目相信。

泡沫边缘赚取最大利润

索罗斯风格的一大特点是运用很高的借贷。在科网泡沫时，索罗斯就喜欢用杠杆；在打击英镑时，他也是不惜向外界借了大量的资金去冲击一国货币体系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的另一个特点是注重短期之内的资产价格上升因素。比如他近期一直鼓吹黄金有泡沫，并且是终极泡沫，但他同时认为在泡沫破灭之前，金价还有上升空间——外界看来如此矛盾的观点，在索罗斯这里却很平常地讲出来了。这就是他打破常规的地方。如果按巴菲特的理念，你明知道有泡沫就不应该去碰，但索罗斯则会赌，这个泡沫或许在2～5年后才破，这段时间他还有机会。

按索罗斯的风格，有可能会赚大钱，但也可能损失惨重。例如他在1998年利用高杠杆借贷向港元发动的冲击，就以惨败告终。在我看来，索罗斯投机派的最大缺点是，有时没有投资价值而只有投机价值，这时投资派宁愿放弃机会，但投机派可能继续做下去。而这种情形本质上是零和博弈，赚钱的内在难度很大，即使一个或少数投机者赚钱，可能数量众多的投机者(和投资者)最终还是以亏钱付出代价。而政府有最大限度保护投资者的责任，太多的投资者亏钱不利于社会的稳定，所以有时各国政府普遍不欢迎投机者，甚至有的政府(如亚洲金融风暴时的马来西亚政府)将索罗斯这样的投机者称为“金融大鳄”的原因恐怕就在这里。

因此为了控制下行风险，我的基金只给索罗斯因素40%的权重，而给巴菲特因素60%的权重。当主要部分有巴菲特因素的扎实根基时，一时看错买错股时，它的下行风险较小，并且它从低价位回升至正常价位的几率也要大得多。

我与索罗斯的另外一个相当不同的风格是，我们并不主张动用过高的杠杆。我们的基金说明书规定借贷不超过净资产值的50%。

总之，60%的巴菲特因素+40%的索罗斯因素，决定了我在投资决策过程中，会在关注企业基本面因素和估值因素的同时，也关注令股价催升或催跌的催化剂因素。换句话说，选股时要投资和投机兼顾，但以投资因素为主，两者的比例大体上为60:40。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.1　索罗斯投机派的主要优点和缺点（相对于投资派）

对时机高度重视并擅于把握	对估值不重视或不擅长
能够涉猎范围更广的难以估值的投资产品，包括花样越来越多的新兴产品，如碳排放相关产品和艺术品	可能博而不专：欠缺对传统成熟的投资产品（如债券和股票）的深度专业研究
少数成功个体的回报率更高	纯投机的整体回报遵循零和博弈规律（总体回报=0，少数成功者大赢来自数目更多的失败者的亏损） 比如，简单并笼统地说，股市的长期总体年回报率=10%（即大盘指数长期的年度化回报率），期货市场的总体回报率=0% 关于赚钱与亏钱人数的比例，一个广为流传的说法是：股市10人中，1赚2平7亏损；而期货100人中，5人赚钱，其他95人全亏

有人可能会问：60%的巴菲特因素与40%的索罗斯因素的比例是随意拍脑袋想出来的？有依据吗？我的回答是，有。这个比例不仅是我的个人偏好，更重要的是建立在理性地推算之上（见表3.2）。

上述60%的巴菲特因素+40%的索罗斯因素比例是个大概的推算，小幅度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调整的空间是有的。我作过进一步推算，最大限度地靠投资因素也可能达到年度化25%左右的回报率(10%来自市场大盘的年度化回报率+15%来自价值回归的年度化回报率，这是假定投资组合的股票总体上比市场大盘低估50%，即比大盘折让50%，平均用5年时间完成向大盘的价值回归，即每年大约年度化回归15%)。

这样的假定不是不可能(睿智华海基金投资组合的总体市净率往往比大盘低一倍，从这一点来看是可能的)，只是难度更高了，因为在实战中要找到那么多比大盘估值低一倍的股票(不仅要考虑估值，也要考虑素质)难度确实较高，若只找一两只则风险偏大(因不能很好地分散风险，过去7年靠腾讯一只股票就能达到或超越，但香港有1 000多只股票，找准腾讯一只股票的概率不到千分之一，但腾讯一只股票未来是否还能达到过去那么高的回报率就难说了)。

在这种新的假定条件下，纯投资因素的年度化回报率为25%，大约占30%目标年度化回报率的80%，另外20%的贡献仍然需要来自投机因素。

换句话说，对一个适度分散的投资组合来说，要想长期达到30%以上的年度化回报率，完全不靠投机是不太可能达到的。但完全靠投机，主要不靠投资，在我看来风险和难度更大，能做到的人更是寥寥无几。

依据上面的分析，我认为，必须将巴菲特因素和索罗斯因素两者适当地结合起来，才有可能长期地获得30%的高回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表3.2 60%巴菲特因素与40%索罗斯因素的比例测算

主要假定		对目标年度化回报率的贡献	主要依据
睿智华海基金目标年度化回报率	30%		睿智华海基金从2007年10月至2011年1月的实际年度化回报率为27%，跑赢市场大盘的幅度达35%以上。鉴于市场大盘同期年度化回报率-8%远低于常态（大约10%），假定30%的年度化回报率是可行的。
来源之一：来自市场大盘的年度化回报率	10%	33.3%	恒生指数于1980－2010年的年度化回报率为9.6%，国企指数于1993－2010年的年度化回报率为2.4%，上证综合指数于1990－2010年的年度化回报率16.7%。假定取平均数或中间数（大约为10%）。
来源之二：来自价值回归的年度化回报率	8%	26.7%	假定投资组合的股票总体上比市场大盘低估（即比大盘折让）30%，平均用五年时间完成向大盘的价值回归（即每年大约年度化回归8%）。
小计：来自投资因素的年度化回报率	18%	60.0%	巴菲特的巴郡公司于1965年至2010年的每股资产净值的年度化回报率为20.3%。巴菲特早期回报率较高，也有一些投机因素。扣除投机因素，靠纯投资因素回报率可能大体上是18%。
来源之三：来自投机因素的年度化回报率	12%	40.0%	超过上述18%的部分（即12%）必须靠投机因素才能达到，因为在上述假定的约束条件下，靠投资因素只能达到18%的年度化回报率。
三个来源合计	30%	100.0%	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.4

揭秘五大选股指标

在详细解释估值因素和催化剂因素之前，我们先要搞清楚什么是一家公司或一只股票的价值，以及业界为什么如此看重价值投资理念。

不论是股票、债券抑或黄金，甚至一国货币，任何资产都有其内在价值。你投资买一家公司股票或是某个房子时，你实际上是在买入这个公司(或房子)截至投资决策时已经具有的价值，以及未来它可能给你创造的财富的折现值，因此你需要评估这个资产本身值多少价，这个价值也称为“内在价值”。

内在价值的捍卫者

这个概念为什么这么重要？因为从市场价格波动来看，不管一家公司的股票目前价格是多少，它最终都会向它的内在价值靠拢。行外人看来，对冲基金更像是一群赌徒，拿着大把的钱在市场上豪赌价格，但实际上，价值派的对冲基金经理往往是货真价实的价值“捍卫者”：当他们发现某资产价格偏离其内在价值太远时，就会采取行动；他们会通过杠杆来放大打击的力度，从而驱动价格在极短的时间内向其内在价值靠拢。而这个过程在外人看来，则充满了巨大的风险。

当年索罗斯发动对英镑的阻击战，正是发现英镑的价格远离了它的“价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值”——即英镑和其他欧盟成员国的货币，特别是德国马克之间的汇率关系。相对于当年的英国经济形势来说，英镑被严重高估，因此索罗斯采取了大举抛空英镑的行动。在他的影响下，机构投资者广泛参与到这个抛空行动中，令英国政府无法抵挡，被迫退出了欧洲汇率体系。这个过程在外界看来是对冲基金经理在兴风作浪，但到今天，则有人说，如果没有索罗斯，英镑当年不贬值，今日英国可能会成为“欧猪”[1]之一。

净现值——衡量公司的投资价值

明白了价值的概念，那它具体是怎么评估的呢？在金融学里，最流行的估值方法是用净现值法(Discounted Cash Flow ; DCF)来判断一家公司或一个投资产品的价值。

比如香港很多人买汇丰是为了养老，因为汇丰的派息率很稳定，而且这个公司被认为是几乎不会倒闭的银行。所以香港人买入汇丰后，可以期待长期获得这个公司的分红。在这种情况下，一个理性的投资者会把他未来(一直到他上天堂，或是多年后抛出汇丰时)从汇丰获得的股息按他自己理想的“折现率”折为现在的金钱，以此计算汇丰对他的“内在价值”。

这个折现率概念很重要，通俗一点，可以理解为投资者自己期望的投资汇丰的年回报率。它是投资者心中一杆看不见的“秤”。这个秤用来称什么东西呢？它用来对比市场上其他的回报标准。对于机构投资者来说，它们一般要求

1. 国际债券分析员、学者与国际财经媒体对欧洲五个较弱的经济体系(葡萄牙、意大利、希腊、西班牙、爱尔兰)的贬称。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

折现率高于美国国债的利率；但对于散户来说，一般高于他自己经常存钱的银行利率就行了，如果能进一步高于通胀，则更好。

换句话说，当香港人发现持有汇丰的股票每年获得的股息高于他把钱存在汇丰或是其他银行的利息时，他就有动力去买入汇丰的股票，因为可以获得更好的回报——特别是当他最终卖出汇丰时，如果卖出价高于买入价，更相当于做了一次保本并增值的投资。

但在市场上，每个投资者心里的那杆“秤”是不同的，有人希望短期内获得暴利，有人则只希望长期保持自己的财富不缩水(即需要跑赢通胀)。每个人对于从一家公司获得的财富要求也不同，有的人买汇丰是为了做长期股东获股息，也有人是为了短炒一把就走，还有一些机构投资者则纯粹是为了跟住大盘表现，因为汇丰是大蓝筹股，很多共同基金要跟住指数表现，就不得不买汇丰。

由于每个投资者对于股票的认识与判断不一，导致大家对于同一只股票的“价值”判断就出现了差异(这也正是为什么大家看到众多的分析师出具的股票目标价都不一样)。这种对于内在价值的差异化判断，成为汇丰股份买卖成交的基础：每个人在买汇丰之前，都会先看一下，如果发现市价与自己心里的预期价值不同，而他又对自己的价值判断很自信，他就会进行相应的操作。

假设现在汇丰股价是80港元，如果投资者非常强烈地相信汇丰的价值应该在150港元(注意：这里不是指汇丰会涨至150港元，而是指该投资者相信汇丰的内在价值有150港元)，在其他条件不变的情况下，他就应该增持汇丰；但是如果有一家对冲基金认为汇丰的内在价值只有50港元，在其他条件相同时，那家对冲基金就应该抛空汇丰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大家会发现，贴现现金流虽然理论上准确，但其实计算颇为复杂，而且每个投资者的变动性比较大，所以它在做PE投资中更多地被采用，而在上市股票投资中则比较少用，股票投资中常用的估值指标有市盈率、市净率、市盈率相对利润增长的比率和股息收息率等。

接下来，我会详细介绍这些常用的估值指标，这也是我进行价值选股的重要工具。

一、市盈率

“市盈率”可能是许多投资者最经常提到的字眼了。但是，市盈率到底是什么意思，有什么意义，在投资决策中到底有多重的分量？我个人认为，这些问题是需要认真琢磨进而扎根在心里才能发挥其指导性的。

市盈率的公式很简单，就是股票价格除以每股盈利(price/earnings per share)。其直接的解释是，在公司每股盈利水平不变的情况下，在不依靠资本增值(即股票价格上涨)的情况下，大概经过多少年之后才能够收回购买某个股票时付出的投资成本(即股票价格)。

如果花了一笔钱买了一只市盈率等于10的股票，那么，可以理解为(在这家公司每股盈利不变的情况下)经过10年后能够收回这笔钱。

这里可以看出，通常来说，市盈率越低，说明股票越“便宜”，它比“价格”更能体现一只股票的便宜程度。所以，很多投资者看到市盈率低的股票就觉得该股被低估了，“有赚头”！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然人们常说“便宜没好货，好货不便宜”，但是我自己的投资哲学是，要通过市盈率等指标选出“便宜的好货”！这种“便宜的好货”在保障投资安全稳健的同时，也意味着未来有更大的增长空间。

2008年金融海啸期间，在别人恐慌性抛售的时候，我却看什么都想买。许多非常好的公司的股票跌到只剩下个位数的市盈率。我有一种强烈的感觉：类似的机会是不多见的。

那段日子，我捡到了很多便宜的好货。这些公司的股票在金融海啸之后凭借良好的素质以及当初购入时低廉的价格，为我的投资组合实现了许多蓝筹股所不及的超高回报。

而让我有信心顶住当时一边倒的大市恐慌压力的，就是我所选的股票估值均不高——我认定，虽然大市不好，但是，我买的这些公司不会倒。而且一旦行情好转，它们的股票很快就会翻身。事实证明我的坚持是对的。睿智华海基金的业绩在2009年彭博全球对冲基金中排名第二，更进一步证明了价值投资策略的重要性。

在看市盈率的时候，很多投资者都会选择现在市盈率较低的股份，这种做法我基本上是同意的。但其实也并非这么绝对。因为考虑价格是否便宜的同时，也要注意该公司的盈利增长速度。有些公司根本没什么增长性，可能永远都是那么“便宜”，这种股票也是不能买的！

下面，我介绍一些对于市盈率指标需要关注的要点：

1. 判断市盈率是便宜还是昂贵要与盈利增长快慢挂钩。一般来说，若一家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的增长速度较高，应该值一个较高的市盈率。假定某公司未来大约每年都能增长20%，那么该公司合理的市盈率大约值20倍，若现在市场价格对应的P/E是10倍，则被市场低估了，属于便宜；若现在市场价格对应的P/E是30倍，则被市场高估了，属于昂贵。

2. 要关注财务数据对于P/E指标的影响。用市盈率有一个很明显的缺陷，即它涉及财务会计数据，这就需要对数据的真实性作出判断。

有些上市公司可能会利用各种做账手法把利润“做”得漂亮一些。根据我的经验，有些制造业的公司常用的夸大利润的方法，是通过赊销做大营业额(但相应地可能在资产负债表的应收账款那里留下痕迹)，或通过做账压低成本(即将部分成本转移到存货中，相应地可能在资产负债表的存货那里留下痕迹)。这些人为的做账手法虽然把利润做漂亮了，但现金流量表可能仍然不漂亮。

3. 并非所有行业都适用市盈率这个指标。市盈率的另外一个缺陷是，它不能反映新诞生公司或亏损企业的情况，特别是对于一家亏损企业来说，由于利润为负数，计算出来的市盈率是没有意义的。一般新成立的公司，一开始时很可能是亏损的而没有市盈率。

不少刚来香港炒股的内地股民会发现，香港有一些股票很便宜，才几分钱一股。我们管这些股票叫“仙股”，因为港币的一分钱叫一“港仙”。

但是这些仙股未必便宜，因为它们所代表的公司往往是常年亏损，虽表面看上去便宜，但是市盈率其实很高，甚至是没有意义的负数，所以在此要提醒大家，“仙股”未必就会让你“成仙”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这种情况下，大家就要多看看公司的市净率或市销率(price-to-sales ratio，股价除以每股销售额，或市值除以销售总额)，或从现金流方面来看一家公司的估值水平。

虽然市盈率有一定缺陷，但是我认为它对于大部分企业还是适用的，因为相比其他指标，它的缺陷还是少一些，而且它也比较直观地反映出，在企业盈利不变的情况下，你用现在的股价买入，大约需要花多少时间才能回本。

二、市净率

除了市盈率之外，我们还会看一个公司的市净率。市净率等于股价除以每股账面值(book value)或该公司总市值除以总账面资产值。账面资产值一般指公司归属于股东的净资产值(内地也称为“股东权益”)。一般来说，市净率越低，表示投资价值越高。我在本书多处谈到，在估值指标中，我更重视市净率指标，在其他条件相同时，更喜欢投资低市净率股票，为什么?

1. 适用市净率指标的公司很广泛。亏损企业虽没有盈利，但一般都有账面值，可以用市净率。虽然实际上也有负资产公司，如电讯盈科(8.HK)，但数量极少，而亏损企业或有些年份出现亏损的企业数量则不少。所以，市净率比市盈率有更多的应用场合。但即使是负资产公司，也可适用经现金流折现调整之后的市净率指标(即将公司未来的净现金流折现成现在的净现值来代表公司的账面值)。

2. 账面值在道理上是代表过去多年累积的物化劳动[1](materialized labor)的

1. 指凝结在劳动对象中体现为劳动产品的人类劳动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值成果，比侧重看一年盈利能力的涵盖时间更长。可以这么考虑：这家公司过去物化的财富已经有这么多了，如果你现在用较低的市净率买入，相当于即使把这家公司清盘，你分得的资产也可能会超过你现在付出的价格。从这个意义来看，市净率越小，投资越划算，抗风险能力越强。大股东提出私有化的公司往往是低市净率的公司，主要也是这个道理。

在股市中，大家经常听到表面上有道理但仔细推敲后却可能站不住脚的一些说法。比如某股票好，“有买贵，没买错”。意思是说某股票前景很好，再贵都可以买。作为价值投资者，我不赞同这句话：买贵基本上就等于买错了。一是即使今天预期前景很好的股票，实际上前景也是不确定的（因为未来是不确定的）；二是未来较多的钱才能折现成今天的钱（物化劳动的成果），买贵的意思应该是未来的钱折现之后，还没有今天付出的多，或回报太低而达不到合适的回报水平，这就是买错了。从这个意义上看，“百鸟在林，不如有一鸟在手”。

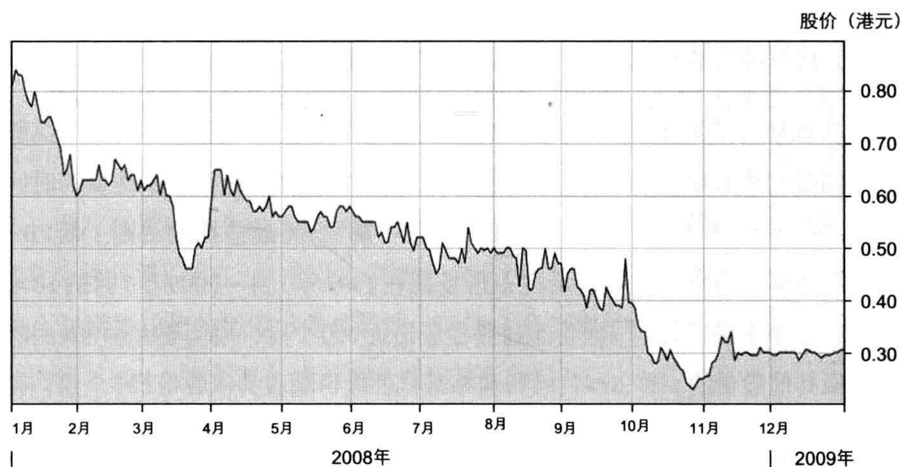
3. 实证研究结果表明，低市净率的选股法比其他方法（包括低市盈率、高股息率、高盈利增长率）可获得更好的表现（包括获得更高的回报率和跑赢的时间更长）。2010年6月4日，香港《经济日报》有一篇名为《最佳拣股法则：低PB+低PE》的报道中指出，麦格理研究报告发现在1997年1月－2009年7月的12年半期间，市净率最低的20%股份跑赢其他股份近700个点，期间更有64.9%的时间是跑赢其他股份的。首20%往绩市盈率最低的股份跑赢其他股份200个点，有62.8%的时间是跑赢其他股份的。高息股（首20%最高股息率的股份）平均跑赢大市34.2个点，有52.7%的时间是跑赢其他股份的。盈利增长高的股份表现往往令人大跌眼镜，这可能与市场对股份期望过高以致股价被高估有关。该研究报告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还表明，股价过去的上升动力，以及公司的财务稳健程度，与股份的长线表现并无明显关系。

尽管市净率有上述很多好处，但也有一定的局限性：不同的行业、不同的时期合理的市净率可能不同。比如夕阳行业的市净率就应该低。早几年考虑到阴极射线管(cathode ray tube，CRT)彩色电机被液晶显示器(liquid crystal display，LCD)彩电取代的势头很猛，CRT 彩色显像管没有前景，所以主要业务为制造CRT 彩色显像管的彩虹电子(438.HK)价格于2008 年跌至市净率只有0.5 倍左右时，我也没有动心去买(见图3.5)。

图3.5　彩虹电子股价图(2008年1月1日—12月31日)



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、市盈率相对利润增长的比率(PEG)

PEG是什么呢？它是用市盈率除以一家公司的盈利增长率(即G，代表earnings growth)。一般来说，该指标越小越具有吸引力。

这个指标的出现，是因为不少金融学的研究都发现，具有持续高增长潜力的公司往往获得投资者较高的溢价认可，市值较账面值的溢价要比那些增长平稳或低增长的公司高。由此，人们认为，高盈利增长的企业应该获得高市盈率(即高增长获得高溢价原则)。但是究竟怎么判断这种公司的高市盈率是否由高盈利支持呢？于是就出现了PEG指标。

通常情况下，如果公司的股份数目没有增加，那么它的盈利增长应该与每股盈利(earnings per share，EPS)的增长大体一致，所以在计算中，我们常用市盈率除以每股盈利的增长率，现实中可能不会太强求精确，即使有一定的误差也是可以的。

例如，一家公司的市盈率高达40倍，但是它的盈利增长高达45%，那么它就可能不算是一家贵的企业了，因为它的PEG只有40/45，不到一倍。相反，如果一家公司的市盈率高达40倍，但是盈利增长只有10%左右，明显不符合“高增长值得高溢价”的原则，这时候对冲基金就可能会向证券商借货来沽空它，它们这样做很有可能会赚钱。

PEG这个指标一般是用于评估那些盈利增长较快的企业，比如像腾讯这样的增长型公司，你可能发现它的市盈率高达数十倍，但是同时这些公司的盈利增长却高达50%以上甚至经常翻一番，那么用PEG相对来说就显得便宜了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在评估一家公司时，如果算出来的PEG等于1，表明市场赋予这只股票的估值可以充分反映其未来业绩的成长性。如果PEG大于1，则这只股票的价值就可能被高估，或市场认为这家公司的业绩成长性会高于市场的预期。当PEG小于1时，则存在两种情况，要么是市场低估了这只股票的价值，要么是市场认为其业绩成长性可能比预期的要差。

不过这里我也要提醒大家注意，用PEG指标来判断高增长高溢价的时候，其实也有较大的局限性。这个局限性在于个人的主观性太强。

由于PEG需要对未来至少3年的业绩增长情况作出判断，而不能只用未来12个月的盈利预测，因此大大增加了准确判断的难度。你估计明年该公司盈利可能增长20%，但别人可能不这么看，市场的观点可以分歧很大。而且即使你看对了，后年呢？大后年呢？这个盈利增长率的波动性可能很强。

那么业界有没有较为普遍的判断标准呢？用巴菲特的观点来看，如果一家公司未来五年能保持20%或以上的高速增长，那么15倍的市盈率也是合理的。

而对应到PEG来说，15倍的市盈率就要求一家上市公司必须保持未来五年的复合盈利增长率在15%以上，否则就是偏高了。假设公司盈利增长只有10%，那么它现有15倍的市盈率是偏贵的，无法靠盈利增长维持；如果该公司盈利增长达到了30%，那么现在15倍的市盈率是低估的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“安全边际”防护网

在用PEG时，业界还常常引用一个“安全边际”的概念，即一家公司的盈利增长是有阶段性的，我们不能看到它的历史盈利增长高达50%，就相信它未来也会如此，因此在估值方面，需要打个折扣，如果打完折扣你仍然发现这个市盈率值得投资，那就可以接受。

如果一家公司的市盈率为15倍，历史数据显示它的盈利增长为50%，由于各种原因，我们估计这家公司未来五年有可能盈利增长跌至40%或30%以下，但是跌到15%的可能性较小，在这种情况下，我们就会接受15倍的市盈率来买入这只股票，因为即使未来盈利增长率真的下跌了，还是有安全边际的。

这种所谓的安全边际也只是一种相对的概念，并不能保证你不犯错误，但它可以大大降低犯错误的风险。

PEG指标有时还会被一些同行用来判断一个行业是夕阳行业还是朝阳行业。

如果是夕阳行业，PEG应该是负的，越来越向下走。即该公司的盈利增长越来越差了(即负增长)。如果是朝阳行业，例如一些IT公司，这个指标可能呈现抛物线式的上升。

在用PEG判断的时候要心中有数，每个行业、每家公司的增长都是有一定限度的，要在同行业中比较该指标才有意义。如果拿一个科技股和一个地产股比较，然后就判断其中某个好，另一个不好，是没有意义的。

对于一些关注动能(momentum，内地也有基金称之为“势头”或“动量”)的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金来说，这个PEG指标可以用在动能型投资法(momentum trading)上。如果发现一个PEG向上走的公司，可以对其进行短期投资，但是不能长期投资，因为这些公司的PEG可能很快就会掉下来。

四、股息收益率

什么是股息收益率呢？简单地说就是股息除以股价。这个指标比较适合于看公共事业类股份，例如煤气、电力、水务等；同时也比较适合由养老基金(Pension Fund)等购买的股份。要计算这个指标，就要求公司有比较明确的派息指引政策。

在内地，由于定期发放股息的企业并不多，因此大家似乎对这一指标有点麻木，有人甚至认为A股上市公司的派息率并不重要。但实际上，我发现即使在A股市场下行时(即熊市的时候)，有派息的股票抗跌能力仍然强一些。

例如，金融海啸的大熊市期间，上证综合指数从2007年最高点(6 124.044)跌至2008年最低点(1 664.925)，下跌幅度为72.8%。而同期，工商银行(601398.SH) 从2007年最高点(8.844元)跌至2008年最低点(3.076元)，下跌幅度为65.2%，小于上证综指，因为2008年除权时它的每股派息为0.133元，若按最低点3.076元股价计算，股息收益率高达4.3%。

相比内地的受“冷遇”，股息收益率指标在香港是很重要的，几乎每次上市公司的业绩发布会，都有分析师或记者问到派息率的问题，主要是为了方便计算股息收益率。在每一个重大的首次公开发行(initial public offering，IPO)上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也会有投资者关注这个问题。现实生活中，许多香港散户也是看公司的派息率选股的。最明显的就是汇丰，它因为有较好的派息政策，已经俨然成为香港很多中产家庭的养老股，不少家庭甚至让汇丰的股票作为新婚或庆生活动的贺礼。汇丰在2009年初进行世纪性配售的时候，在香港获得踊跃认购，部分原因也是由于它之前的股息率令大家觉得放心。

在香港，几乎每只大型基金都会持有几只这种“核心股票”（Core Holdings）而且长期持有，只是不同时点上在权重上进行一些调整。就像巴菲特持有可口可乐很多年了，只是偶尔调整一下持股权重而已。

有些人可能会问，既然有钱为什么投资像汇丰这种“大笨象”？不如投资回报率更高的股票。其实，对于大型基金来说，它们在追求回报的同时必须考虑风险控制。业绩好、派息率高、交易量大的蓝筹股，其流动变现能力（liquidity）非常强。所以，如果有些基金经理在短期债券类投资太大比重的话，就可以选择买一些这种“大笨象”。

汇丰（5.HK）、中电控股（2.HK）、中华煤气（3.HK）、电讯盈科（8.HK）、中移动（941.HK）等公用股就是投资者普遍喜欢的派息股。不难发现，中资股相对较少，主要是因为很多中资股派息率相对没有香港的蓝筹公司好。

在香港，由于一些蓝筹股的派息率是比较稳定的，所以，买这些股票时，它们的派息会被当作固定的收入，相当于替你的投资回报打底，其他如资产升值等相当于是另外送的。这种公司的股息率在有盈利的基础上一般不会变化太多，因为大家都知道，一旦派息率发生大的变化，就会对股价带来很大的影响。稳定的股息率也是蓝筹股的一大特点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果浏览过一些大型基金的投资组合，大家可能会问，为什么这些基金经理不选择一些高增长潜力的新兴企业？这是因为新兴企业头几年一般是不派息的，投资者都是靠股价的上升去赚钱。但是，股价的波动有可能导致基金年终时达不到预期的回报水平。

举例来说，同样是蓝筹股，一只涨幅常常惊人，但波动较大，而且派息率不稳定；另一只基本不怎么波动，但是派息稳定，股价波幅小但稳中有升。大型的对冲基金一般会选后者作为持仓股。对于前者，有可能它在年中一度上扬40%，但是，在基金年结的时候，它的股价涨幅可能只剩20%，也可能是零。但是像一些稳定的蓝筹股，它的股息加上价格升值，基本可以达到10%、12%甚至15%左右，风险便会小于前者。

总体来说，对股息率的重视不同从某种程度上体现了各个市场的投资者偏好的不同。当然，这里还有一些法律的因素，例如在有些市场上，股票投资的买卖价差回报是要交较高的资本利得税的，而股息回报要交的税则低得多。

股息收益率在我们的估值指标体系中是一个比较常用的指标，我认为，在其他条件相同时，股息率越高，投资价值也相对较高。

五、内部回报率与净现值

我有时还会使用一些其他估值指标，比如股价营销比(P/S Ratio)(每股价格/每股销售额，或市值/总销售额)、价格/自由现金流量(P/FCF)、每股价格/每股的利息、税及摊销前利润(P/EBITA)、内部回报率(Internal Rate

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

of Return，IRR)、净现值 (Net Present Value，NPV)、投资回收期(Payback Period) 等。这里着重介绍内部回报率与净现值。

其实做PE投资的人经常使用内部回报率和净现值这两个指标。这里我只简单提一下关于这两个指标的计算与概念。

这两个指标是互相联系的，要理解内部回报率，首先要理解什么是“净现值”，简单地说，就是你把未来的每笔收入按一定的回报率折算回现在的金额，再把这个金额扣除你现在需要付出的投资成本，就是净现值。

举个例子，有个股民希望他股票方面的每年投资回报在10%左右，他正在考虑要不要买入汇丰股票。

假设他今天花80港元买入汇丰，如果未来三年，汇丰第一年年底派给他3港元的股息，随后两年在年底均能派出5港元的股息，他自己估计，在第三年年底的时候，他可以以90港元的价格把汇丰卖掉。那么他该不该买入汇丰呢?

他今天的投资成本是80 港元，第一年3 港元股息按10%的折现率(即他希望的投资回报率为10%)算出的现值是2.73 港元，第二年与第三年5 港元股息的现值则分别为4.13 和3.76 港元，而第三年卖出的90 港元的汇丰现值为67.62港元。这样算下来，他实际的净现值是负数，约 −1.76港元(=2.73+4.13+3.76+67.62 − 80)。所以结论是，如果他要求的投资回报在10%左右，那么他在80 港元的价格和上述的派息条件下就不应该买汇丰。

再看所谓内部回报率，就是资金流入现值总额与资金流出现值总额相等(也即净现值等于零)时的那个特别的折现率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在上述例子中，如果散户对股票投资回报率没有一个具体的指标，那么他可以利用计算机计算出，他未来三年收取的股息，再加上他卖出股票的净现值，刚好等于他今年买入的汇丰股价80港元，而这个回报率，就是内部回报率。可以计算出上述例子的内部回报率是9.15%。

那么如何用内部回报率的方法评估股票价值呢？

假定我今天(y_0)买入一个电力股，现在付出5 元，即y_0=−5(负5)，之后，每次派息分别是(第一年)y_1=0.45，(第二年)y_2=0.50，(第三年)y_3=0.55，(第四年)y_4=0.60，(第五年)y_5=0.65+ 卖出该股的5元=5.65，由此可算出一个内部回报率=10.8%。在目前低利息率的情况下，这个内部回报率远远高于存款利息率或资金成本，我会觉得这5元股价是低估了，如果再假定这个股票市净率小于1倍以及市盈率在10 倍以下，那就可以更加认定它被低估了。

不同行业派息率各异

这里涉及一个问题，如何判断每年的派息水平？对于电力股等公用事业股，这个派息金额可以用历史数据来看，每年年报均有记载。当然，所有的预期都有经验成分在内，它们只是用于提升我们赢钱的概率。因为我们还是要认识到风险，所以最好是在所有算出的这些指标的基础上再加一个安全边际，这样我们做对决策的概率就又进了一步。我不是说这种方法不会犯错误，但至少我们犯错的概率很小。

用内部回报率判断估值还要用股息以及最终股价。如何确认最终的股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

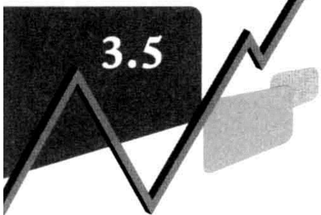
呢？它应该是5元、8元还是10元？这也是凭各人的估计，与每个投资者的经验以及方法有关。理性的做法加上合理的估值，你的赢面就会大。

基本上，全球的利率和资金成本有正在向下走的趋势，因为人口老龄化问题加剧，我们的物化劳动越来越多，年轻人少，创业又少。所以回报率不能像从前要求的那么高。我们发现，公司加权平均资本成本（Weighted Average Cost of Capital，WACC）也有向下走的趋势。过去，做PE投资时要求内部回报率至少达到18%或以上，现在我觉得10%可能已经足够了。另外，鉴于美国的量化宽松政策导致全球资金泛滥，我估计这个内部回报率指标还会继续下滑一段时间。

介绍完上述价值评估指标，大家可能会想知道，在现实投资中，如何使用上述几个估值指标呢？其实每个基金经理都会有自己的判断，但总体的原则是要用综合、动态、辩证的观点去看股票的估值。

比如我们在评估扭亏为盈或起死回生的企业股票的时候，我们可能会更看重企业的市净率，以及基于未来盈利增长的预测市盈率，而不是看历史市盈率，因为在这个时候，这家公司的历史市盈率还是一个负数，不存在可比性（comparability），这就是动态的观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如何寻找催化剂

本书里的催化剂因素是指快速驱升股价的因素，有时也称为“扳机”因素或是对股价的向上诱因。如何寻找催化剂因素？从基本面来看，催化剂因素是指直接有利于公司的内在价值快速增大（比如盈利、资产值、派息等所得方面的快速增加），通过“物质决定意识”这一逻辑促进股价快速上涨的因素。我们从基本面的角度，将催化剂因素划分为三类：公司业务/资产、经济环境和经济政策以及人民币升值。

从市场“气氛”面看，催化剂因素是指那些有利于促进更多的投资者增加对股票的购买需求（包括购买意欲），和/或减少股份供给(如公司回购股票)，从市场的供求关系这个逻辑促进股价快速上涨的因素。我们从市场“气氛”面的角度，将催化剂因素划分为七类（见图3.3）。

寻找催化剂的五大切入点

（一）宏观经济周期角度

寻找催化剂时，我们往往会从宏观经济开始，再研究行业表现与其他因素。

宏观经济因素很重要，我很关注国家统计局公布的数据，例如每个季度公布的国内生产总值、每个月公布的消费者物价指数（Consumer Price Index，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CPI）、定期或不定期公布的工业企业利润总额增长等指标。除了看大的“画面”，还要关注主要产品的产量增幅——看看是加快还是放缓。这样对某些行业进行分析时，可以把结果用于分析各个公司的估值，看看是低估还是高估了，或与经济发展情况是否吻合。

我经常参考的宏观指标不少，这里举规模工业企业利润总额增长、工业增加值和GDP指标来做例子。

规模以上企业的“工业企业利润总额”的增长可以用于对上市公司整体进行盈利判断。2010年，不少人担心会出现“双底”（double dip），但其实我并不悲观。为什么呢？因为在同年8月的时候，规模以上企业的工业企业利润总额上升了50%以上，就这个数据来判断，全年利润增加低于20%的概率还是比较小的，这是让我增强信心的一个重要指标。

第二个指标是“工业增加值”的环比数据。我在2010年发现该指标环比基本是持续上扬的，它的上涨反映整个行业的利润应该不错。

虽然统计局公布的工业增加值还分具体行业，但我觉得总体上这个指标已经反映了宏观经济趋势。

至于GDP，如果它不断放缓，则企业盈利向下走的概率就会大一些。实际上，对股市来说，这个讯号就是告诉投资者不要太激进了。但是在2010年下半年，许多宏观经济指标已显示经济出现比较稳定的回升时，如果还认为H股指数会跌至10 000 点的话，那就是对宏观数据不敏感了。再细分下去，GDP增长还可以分为投资、消费以及出口的上升。平时我也留意不少经济学家对于这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指标的预测与评论，这些都可以作为参考。

那些依赖全球宏观策略的对冲基金，会更重视宏观经济指标的作用，特别是美国经济周期的分析。因为它们首先要将资产配置(asset allocation)的大方向定下来。对这些基金来说，资产无非在债券、商品期货(commodity)、股票以及短期存款等之间来回转来转去，并调整各个类别的配置比重，至于如何将资产在这四个类别中转换，就需要看经济环境了。

比如，原本计划70%的资产投资于股票市场，但是某一阶段股票表现特别好，最终股票部分占整体组合的市值超过80%，在这种情况下基金经理就可能会选择转移——将一部分获利股票换成现金。

一般经济环境最不好、最差的时候债券占比最重；经济稍微好转，就开始投资于短期的货币市场；经济继续上升，但尚未达到牛市顶部的时候，需要加大股票的比重；等最后进入牛市的顶部阶段时，无疑要投资商品期货。一般正常的经济周期大体上就是这样走的。但转换时视情况而定，适当打个提前量，回报可能更高。

为什么在牛市顶部阶段投资商品期货呢？因为这时候通常也是通胀最严重的时候——以非常多的钱去追有限的资源。这个时候想要实现回报跑赢通胀，最好就是把钱投入实物资产中，如石油、黄金、粮食等。

而通胀非常严重之后，央行就会紧缩银根来进行打压，一般会从加息开始。在经济下行过程中，债券占基金总资产的比重通常会比较大，只是长期债或短期债的选择有别罢了。待经济到谷底的时候，自然是长期债券最稳妥，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要注意，此时也要开始布局加重股票了。

央行在经济萧条时会开始实施新的刺激经济措施。基金经理在布局时，要比经济周期早一步，因为经济周期不可能以我们预测的日期精确发生，如果等到经济周期开始发生变化才着手布局下一步的策略，就肯定太迟，已经错过许多机会。

在经济萧条和通缩的情况下，须选防御性比较强的股票，如公用事业股，包括电力股、煤气股、电信股，这些产品是日常生活中必需要用的，投资这些股票才能守得住！等经济开始转弯了，则要投资于消费类股票或者IT 行业。在此之后，就会轮到金融板块。

（二）行业角度

任何个股都要受经济与行业周期的影响。像医药和医疗股就是很明显的例子。现在越来越多中国内地和香港人不愿意多生小孩，老年人越多，对医药和医疗的需求就越大，这就有利于医药和医疗股。这些因素就属于与行业有关。

与行业周期有关的还有化工、钢铁等受经济周期影响较大的行业，它们都是具有周期性的概念。当经济衰退时，这些行业可能会收缩，某些公司可能会倒闭；而经济复苏时，这些公司可能就好转了。

但是利用经济周期判断时也要注意，不是说衰退就一定会对所有行业有不好的影响；也不是说复苏对所有行业的影响都一样正面。比如经济衰退时，医疗股、公共事业股就不太受影响。因为不管经济怎么差，你有病还是得看医生，你家的电表水表也是一样转。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考察行业周期时，要考虑的因素还包括行业自身的增长，这在制造型企业中尤其明显。如CRT 彩色显像管已经是夕阳行业，投资者就最好不要沾手。当你不能花太多时间了解所有行业时，你平时就要多留意那些不论从社会或经济效益等角度去看都很有前景的行业。我经常看电视、报纸和互联网上的新闻，强烈感觉新能源股应该很有前景，因为现在的污染太严重了，对从外国进口石油的依赖度也很高(已达到56%的依赖度)，另外内地在新能源技术方面相对与外国的差距不是太大。从多角度看，内地政策会对此行业给予很大的支持，再加上香港股市于2011 年上半年对新能源股的估值普遍不贵(大多是10 倍甚至更低)，所以我们基金目前是看好新能源股的。

(三)人民币升值角度

上个世纪80年代，日本、韩国和中国台湾的股市因货币兑美元升值带来大牛市。为什么货币升值对股票的表现有这样大的作用呢？ 举个简单例子，就容易明白其中的道理。2006年人民币兑美元汇率大约8：1时，假定港元与美元的联系固定汇率是7.8：1。某股票若每股派股息0.80元人民币，折合美元大约0.10美元，折合0.78港元，若当时该股价格为15.6港元，则当时的股息收益率为5%。

2011 年5月时人民币兑美元汇率大约升至6.5：1(假定港元与美元的联系固定汇率是7.8：1)，如派息仍保持不变，为每股0.80 元人民币，则折合每股美元0.123(折合每股0.96 港元)，若股价仍然不变，为15.6 港元，则股息收益率上升至6.2%。从投资价值角度看，假定其他条件不变，若人民币兑美元/港币汇率上升，则美元/港币标价的股息收益率上升，意味着投资价值上升，按道理，用美元/港币标价的股价应上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

改革开放后，中国的劳动生产率及企业的国际竞争力不断提高(比如高铁技术已在世界上处于领先地位，华为公司在全球电信设备制造行业位居第二)，所以我是人民币兑美元有大幅升值潜力的坚定信仰者。正因如此，我们将人民币单独列出来，作为一个中国概念股股价上升的催化剂因素。因此，从2009年起，神州数码一直是我们的重仓股之一。为什么将此股作为我们的重仓股之一？因为神州数码是受惠于人民币升值的公司。这家公司进口美国等外国的IT产品在中国分销，如果人民币升值，就意味着神州数码的进口成本相对下降，有利于其盈利能力的提高。

人民币的升值，有些公司会受益，但对有些公司却不利。总体来说，我现在对于中国的劳动密集型制造业和低附加值的出口业是比较规避的，如纺织与玩具制造等行业，我们对这类股份的前景不太看好。

(四)从内部人士的行动解读信息

在我的催化剂因素中，除了基本因素外，我还非常关注市场气氛的催化剂因素，其中包括上市公司的内部人士(例如公司董事、大股东、高级管理人员等)何时以及在什么价位增持或减持公司的股份。

大股东和管理层在增持自己公司的股份时，对投资者投资该公司股票的气氛是有利的。因为股民会认为，这些内部人士更了解公司，他们愿意在这样的价格买入公司股票，说明这样的价格是有投资价值的，所以容易仿效。当然客观地说，不能盲目地看增持动作，但在公司的估值已经显得特别便宜的时候，如果大股东或管理层开始持续增持的话，那应该有一个正面的催化剂作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们在2008－2009年买入创维的时候，留意到其董事长张学斌和其他几位董事有增持的现象，这强化了我们加注的信心。

我每天都会留意《香港经济日报》的一个栏目，上面详细披露了近几日大股东的增持减持股份活动。根据香港证监会的要求，投资者持股超过5%，则需要披露自己的每次持股变化。

我在金融海啸熊市下跌最严重时期留意到一个很有趣的现象，就是当时有一些公司大股东买股买得很凶，这些增持行动，更多是来自个人大股东，他们属于"精明投资者"。当时大股东买入或增持的情况是减持情况的三倍以上，再细看会发现，减持者几乎清一色全是基金公司，而增持的约80%是自然人股东（individual shareholder），只有20%是基金公司。这种信息加强了我对于大市见底的判断。

其他类似影响股民投资心理的因素还有公司回购、送红股、公司股份分拆或合并等公司行动。具体影响程度视情况而定。

（五）媒体关注热点

如何衡量媒体关注程度对一家公司股价的影响，是学术界研究的一个议题。一些过往研究表明，受媒体关注的企业在短期内的确能产生超额回报。

在现实投资中，我把媒体关注当作一个催化剂因素，如果有多家媒体同时关注或报道了某个事件／公司，我会对该事件／公司予以更多的研究，若在估值上也符合我们的选股标准，这些受媒体关注的公司最终被选中的可能性较大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我每天会留意当天香港和内地的财经新闻，另外也会特别搜寻我所关注的公司的媒体报道。

当然，由于互联网的发达，劣质及有效的信息都会混在一起。这时候，就需要基金经理学会分辨真假。在这时候，我们进行投资决策时需要兼顾60%的估值因素与40%的催化剂因素。

在投资领域有一句话："传闻时买入，公告时卖出"（Buy on rumors，sell on facts），从某种程度上来说，有点"利空出尽是利好，利好出尽是利空"的味道。但是因为我更强调估值的作用，所以我把上述这句话演化成：Buy on rumors，if its valuation is still attractive，buy more on facts（传闻时买入，若估值仍吸引人，公告时可继续买）。

如果你发现这家公司估值便宜，而且传闻有利好的消息出台（即存在催化剂因素），那么你可以小试牛刀买入部分股票，而当这些传闻被确认时，如果该公司的估值仍然处于吸引水平或合理区间，你可以买入更多。好消息相当于确认你的判断是对，意味着风险下降了，在这种情况下，若估值仍然便宜，你应该继续多买，为什么还要卖出呢？

有人可能会说，我可以卖出，然后等它跌后再买，赚取差价 —— 我不排除有这种手法，如果你对技术分析了如指掌，那么获利的可能性的确很大。只是这种操作对技术分析的能力要求很高。我的建议是，如果你看好这只股票，不妨在好消息出来之后，如果它的估值仍然低的话，就可以继续增持，直到你认为它的估值不再便宜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具影响力的分析师报告与媒体关注有大体类似的催化剂效果。

另外，我也留意并购与重组概念及当期热门话题(如上海国际板受惠股)等。在对冲基金界，有专门“事件驱动型”的对冲基金，这些对冲基金往往有自己的信息管道，会事先分析哪些股份可能存在并购或出现重组的机会，它们便事前布局，等事件真的发生后，它们再获利离场。例如当公司涉及私有化问题的时候，往往原大股东会以较市场更高的价格买入现有小股东手上的股票，而如果对冲基金提前入局，短期内可获利更高。另外，被并购企业的股票，往往也是事件型的对冲基金喜欢的投资热点。

对我来说，并购的消息也要看具体情况，不能盲目认为都是好消息。曾经有国际学者统计发现，并购一类的消息对于被并购方通常是好消息，因为此类交易，通常需要获得被并购方的股东同意，才可进行下去，而要获得被并购方股东的支持，购买方往往需要向他们支付溢价，这种溢价或用现金或用并购方的企业股票来支付。

如果是并购方，就需要进一步判断它们的股票价值。我会考虑如下因素：

1. 这个并购价格是否合理？给出的溢价是否合适？

2. 并购方获得被并购企业后，能否顺利融合？它们双方的业务能否产生协同效应？

3. 并购交易的执行程序与支付方式是什么？需要哪些方面或监管机构的批准？支付的时候是用现金还是用股份？各占多少比例？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果上述因素都有利于并购方，加上并购方目前的股票价格比较合理，我才会买入它们的股份，因为只要有估值基础作垫底，这些股票在并购交易完成后向上的概率就会更大。

上海国际板也是近年越来越热门的一个话题。不少在香港上市的公司正研究去上海国际板首次公开募股，其中包括汇丰等老牌上市公司。此外，据传中移动等红筹公司也要通过国际板回归内地市场。尽管这方面的细节在本书截稿之际，还没有出来，但是香港业界普遍认为，通过国际板上市，将会增加这些公司在内地的知名度与曝光率，同时由于内地股民给出的溢价较高，因此不少评论员认为赴上海国际板上市，将会提升有关香港上市公司的整体价值。

出于这些考虑，在投资某些香港上市公司时，我也会考虑这家公司未来是否有回归内地市场的可能。比如我们的重仓股之一——中信泰富就有潜在的上海国际板概念。

在某些情况下，有较高致胜概率的图形或技术分析指标也有可能成为催化剂因素。比如某只股票大幅下跌之后，横盘(horizontal price movement)整固了很长时间，突然以大阳线(最高价与收盘价相同，最低价和开盘价相同)伴随巨量(成交量)向上，突破重要的心理阻力位，如果有估值因素配合，根据过往经验，股价继续上涨的概率很大，这样“漂亮”的技术图表也不排除能吸引更多人追捧而变成一个驱动股价上升的催化剂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章
巴索法则实战演练

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“在相对一段时间内，如果你考虑的主要因素越多，想得越周到、越科学，赚钱的概率就越大。要提升这种赚钱的概率，最重要的是要有比较科学的投资理念——不仅要考虑到重要性达60%的估值因素，同时也要考虑另外40%的催化剂因素，如果不考虑催化剂的话，今后涨也不会涨得很厉害。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.1

揭秘选股路线图

第三章系统地介绍了睿智华海基金的投资哲学。在本章，我将通过一些投资实例来介绍这些投资哲学的具体运用。

不少人对于基金经理的选股过程比较好奇。其实每只对冲基金由于其规模、策略以及基金说明书的约束不同，或是管理团队的投资理念不同，其选股的理念和具体做法都不完全一样。我们是从估值和催化剂因素两方面相结合来进行判断。至于是先看估值还是先看催化剂因素，则要视具体情况而定，关键是要选出两者都具备的股票。

层层筛选　建造股票池

在估值环节，我们使用定量分析较多。首先从大量可选股票中，把范围逐步缩小，根据我们自己与彭博数据库相联系的电脑模型，选出估值符合我们设定参数的股份。

举个例子，我们先选出100只市盈率低于10倍的股份由低到高排列，然后再从这100只股票里从低到高选出市净率低于一倍的，这样范围就进一步缩小了。有时也看PEG和股息收益率指标。具体参数的大小可根据需要调节，比如市盈率参数可设为8倍、10倍、15倍，市净率参数可设为0.5倍、0.7倍、1倍、1.5倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具体设定的参数高低要大体符合两个原则：

1. 选出的股票市盈率和市净率要低于大市（大盘或参照指数），因为基金经理的目标之一是要跑赢大市。

2. 选出的股票不能过多或过少。过多了精力和时间有限，研究不过来；过少了就没几只股票可以进入催化剂环节做深入研究。因催化剂环节还会淘汰一些股票，如果最终投资的股票太少，将达不到适当分散投资风险的目的。

需要注意的是，为确保市净率和市盈率的准确性，对准备进入催化剂环节的股票还要结合公司更权威的和更新的数据(比如公司的季度、半年度或者年度报告)进行市净率和市盈率的复核或适当调整。

在催化剂环节，使用定性分析较多。我们一般根据第三章列举的十大类催化剂因素，选择性地研究该公司的招股书、季报、半年报或者是年报，以及不时发出的一些特别公告（里面常常会有一些公司董事长和管理层对于整个行业的判断，以及对公司主要业务和项目的展望与判断），同时也会去百度或其他资讯平台上搜索关于这些公司和所处行业的新闻报道(其中包括国家的产业发展政策、行业内竞争对手的相对地位等)。有时也看券商的研究报告或向同行咨询，讨论有关信息。通过催化剂环节的评估，可以判断出来自估值环节的股票哪些有催化剂因素，哪些没有；催化剂因素是否多、是否强。

心细如尘，耳听八方

同时具备低估值和催化剂因素的股票，就可以进入可投资的股票池了。对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于池子里的股票，可以结合图表等因素进行择机投资(当然要再次确保买入价仍然符合我们的估值标准)。如果想重仓投资，我们一般是先买入小部分进行轻仓介入，然后再进一步深入研究，还要面见公司管理层(比如财务总监或董事长)或到公司进行实地考察，进一步确认有关估值因素和催化剂因素的分析判断没有重大失误。

上述的先估值后催化剂是一条专业的选股途径，另外的选股方法是从关系网的人士(包括亲朋好友、同学、同事、同行、经纪人、分析师等)那里被动地或主动地听到消息后进行判断。例如有时同行或亲朋好友会热心地推荐一些股票，他们认为值得投。他们提供的理由可能多种多样，比如听说有潜在的买家来收购、兼并，又或者是他们自己有朋友在该公司内部工作，认为其业务相当不错，有很多订单，他们的朋友都在买这个股票等，当然，这些人不一定是管理层，有些可能是中层人员，也可能只是普通员工。

这些消息，我们都会留意。对我们来说，这些消息可能是一种催化剂因素，之后我们会再进入估值环节看估值是否吸引人。如果评估结果发现该股太贵了，估值上不符合我们的投资标准，那我们也不会去投。但如果估值结果不错，并且有催化剂因素，而朋友介绍的情况跟我们从其他渠道了解验证的情况也比较吻合，那就有可能投资。总之，所谓的"小道消息"，是一个附加的信息渠道，不能轻信，要结合其他因素综合判断，理智地决定投还是不投。当其他条件相同时，多一个消息肯定是好过没有消息的。理论上来说，我们需要集合尽量多的信息，以便更好地评估某个企业的真实情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.2

巴索结合的完美示范

股票投资是世界上最难的工作之一，著名的物理学家牛顿对股票投资之难曾感慨地说："我能计算出天体运行的轨迹，却难以预料到人们的疯狂。"股市表面上像赌场，运气因素很大，但实际上有一定的规律可循——只要坚持科学的分析方法，知道哪些是影响股价的重要因素，掌握的重要因素越多、越准确，作出正确投资决策的可能性就越大，从而赚钱的概率就越大。

在了解了股票的筛选过程之后，下面我就介绍一些我应用巴索组合创造高回报的主要案例。

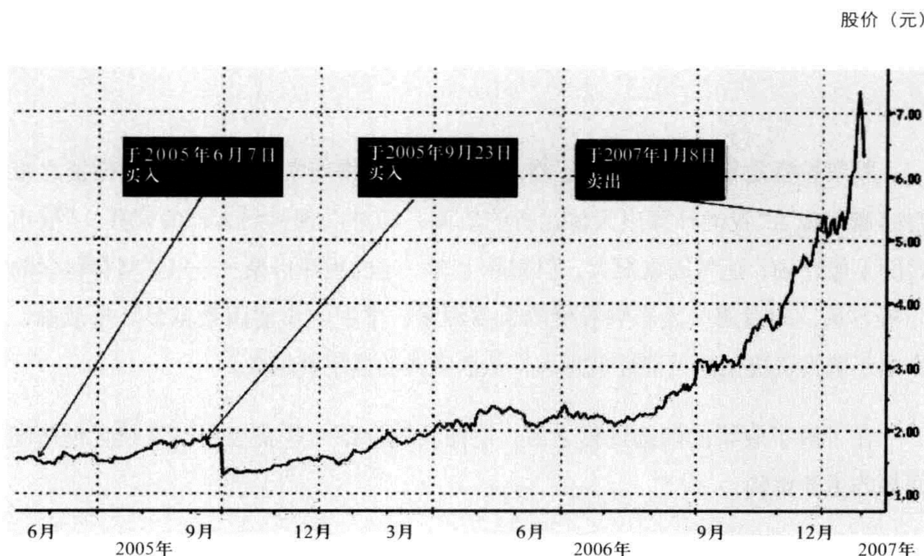
案例一：民生银行(600016.SH)

我从1994年开始投资A股，在A股积累的投资经验对现有投资模式的形成有一定的推动作用。2005年6月—2007年1月投资民生银行A股就是我有意识地将巴索法则应用到A股上，从而显著跑赢大盘的一个代表性案例。

如图4.1所示，我第一次买入民生银行A股是在2005年6月7日，以当时价格4.67元/股(经送红股和股改调整后价格为1.56元/股)买入，第二次是9月23日，以当时价格5.31元/股(调整后价格为1.77元/股)买入。主要卖出时间和价格是2007年1月8日，以当时价格9.48元/股(调整后价格为4.99元/股)卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 4.1 民生银行A（600016.SH）股价图（2005年6月1日－2007年1月31日）



当时为什么决定买入民生银行而不是其他银行？当时买入和卖出民生银行主要考虑了哪些因素？

其实开始留意民生银行是因为它要来香港发行H股。当然，因为对国情的了解，以前已经知道民生银行是一家质素相当不错的企业，是当时国内唯一的上市民营银行，主要股东有新希望集团和东方集团等著名的民营企业，主要向民营企业提供存贷等金融服务。

2005年6月前已经有传闻民生银行要来香港发行H股，6月初有报道指其H

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股的发行价初步定价是5.28港元/股，高盛证券、花旗集团及德意志银行是上市的保荐人。当时港元汇率高于人民币，1元人民币大约等于0.94港元；5.28港元折合人民币约5.62元，意味着其H股发行招股价将超过民生银行A股的股价20%以上。

香港的首次公开募股或H股认购，如果散户要参与，一般都需要经过认购抽签程序分配股票。认购时先按申请的股数足额交钱，“中签”的部分扣钱，不“中签”的部分退钱给投资者。经过这么复杂的程序，也不一定全中，即使中，价格也贵过A股，那么，买A股不是更好吗？况且，2005年4月29日中国证监会已发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，股权分置改革试点正式启动。买民生银行A股说不定有潜在的股改受益可能。于是我开始深入研究民生银行A股。

研究的结果令人心喜。从基本因素来说，民生银行主要服务于民营企业，因为民营企业普遍比国营企业内在动力更强，盈利增长更好，相应地民生银行比其他上市银行的不良贷款率更低，盈利增长更高。民生银行的不良贷款率在2004年只有1.25%，在当时的全部5家A股上市银行中最低。同期深圳发展银行的不良贷款率为10.07%，浦东发展银行为2.43%，招商银行为2.91%，华夏银行为3.89%。

在盈利增长方面，民生银行2002年增长45%，2003年增长55%，2004年增长47%，三年复合增长近50%，远高于深圳发展银行的-5%和浦东发展银行的25%。

再从估值因素来说，民生银行比其他几家银行更便宜，2005年6月民生银行的历史市盈率约12倍，市净率约1.9倍，而深圳发展银行的上述两个指标则分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别约为35倍和2.7倍，浦东发展银行和招商银行均达到13倍和1.9倍，华夏银行为15倍和1.7倍。除与同行业对比较便宜之外，和上证综指大盘的历史市盈率相比，民生银行也属于低估，仅相当于大盘的大约70%～75%。

经过深入研究，我对民生银行“动心”了，因为它确实是被低估了，相对于其基本因素和盈利增长，它的合理估值应该是市盈率达到20倍，相对于当时的12倍估值，升值空间在60%以上。所以尽管6月7日有报道说因为交通银行(3328.HK)定价偏低，民生银行将会押后招股计划，初步推介活动也已取消，我还是按捺不住于6月7日以4.67元/股买入了民生银行A股。

为什么在9月23日又增持了民生银行A股？主要有两个催化剂因素：一是民生银行于9月12日正式公布，该行将利用公积金转增的方式进行股权分置改革，流通股股东每10股将获得相当于3股的对价。民生银行也因此成为了国内第一家进行股改的商业银行。二是9月16日有报道指，著名的新加坡淡马锡控股有意增持民生银行，该公司曾于2005年1月间购入民生4.55%的股权。另外，我们同时留意到世界银行旗下的投资机构也持有民生银行1.22%的股份。

再从估值方面看，我9月23日增持A股的价格为5.31元/股(调整后价格为1.77元/股)，比第一次买入时也只是上升了约14%，估值仍然吸引人，并且有权享有10:3的股改免费送股。

那为什么在2007年1月8日卖出呢？主要考虑了两个因素：

一是估值不再便宜。民生银行的股改送股的除权日是在2005年10月25日，股改后股数进一步增加，股价也随着市场气氛的好转大幅上升，结果是历史市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈率已升至24.9倍，达到或高于最初买入时分析的合理估值20倍。市净率也上升了不少，相当于上证综指的143%。

二是反向催化剂因素。2007年1月5日有报道说巴士股份沽售民生银行获利近亿元。民生银行原非流通股股份自2006年10月26日起陆续解除限售。我担心可能也会有其他解除限售的股东陆续加入减持行列，而对股价带来压力。

卖出的另一个原因是，我当时已有筹备睿智华海基金的初步想法，想卖出套现，加入香港的资金作为以后发起基金的种子资金。

上述投资民生银行A股既明显跑赢大市又跑赢同期其他可比银行股。为便于使用彭博数据进行比较，假定以2005年6月7日的收市价和2007年1月8日的收市价计算，民生银行A股的回报率以及与大盘相关指数和其他银行股的比较见表4.1。

在我卖出之后，民生银行在2007年的牛市顶峰之前又上涨了很多，表面是我卖得太早，少赚了，但实际结果是我通过换马赚得更多。通过卖出民生银行，转投睿智华海基金，我得到了更高的回报。尽管这不是一般意义上的换马，而是一种特殊意义上的资产配置，但仍能从估值角度对投资的真谛有一定启示。

假如我以2007年1月8日的收市价买入民生银行A股并一直持有到2011年4月30日，彭博社数据显示总回报率为20.8%，折合年度化回报率4.5%。而我2007年10月1日转投睿智华海基金至2011年4月30日的总回报率为127%，折合年度化回报率25.7%，以总回报率相对来说，大约多赚106%。

也许有人会说你多赚可能纯粹是因为运气好。我想说，虽然不能绝对排除

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运气因素，但在对于估值内在道理有深刻领悟的投资高手看来，这种多赚在道理上应该是容易理解的，因为当时卖出民生银行A股的市盈率约为25倍，市净率约为4.5倍，属于偏高的估值，而睿智华海基金的投资组合整体上经常保持在市净率约为1倍、市盈率约为10～12倍，属于低估值。这一例子再次体现了我们所强调的：(1)投资赚钱或多赚的大道理是高卖低买；(2)这种高卖低买可以发生在同一个投资产品上，也可以是不同的投资产品或不同投资工具之间；(3)最重要的是估值，辅之以催化剂。

表4.1　民生银行A股的回报率以及与大盘相关指数和其他银行股的比较

	总回报率	年度化回报率
民生银行A	231.35%	112.53%
上证综指	173.61%	88.40%
深圳综指	134.61%	71.03%
沪深300指数	166.95%	85.51%
深圳发展银行	125.08%	66.62%
浦东发展银行	226.34%	110.50%
招商银行A	224.92%	109.93%
华夏银行	106.18%	57.55%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4.2 民生银行A的主要买卖交易时的估值因素

[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
日期	2005-06-07	2005-09-23	2007-01-08
当时价格	4.67	5.31	9.48
调整后价格	1.56	1.77	4.99
P/E（历史）	12.1	13.7	24.9
P/B（历史）	1.90	2.16	4.5
比较			
上证综合指数的P/E（历史）	16.9	18.2	28.0
该股P/E相当于指数P/E的百分比	72%	75%	89%
上证综合指数的P/B（历史）	1.62	1.75	3.1
该股P/B相当于指数P/B的百分比	117%	123%	143%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4.3　民生银行A的主要买入交易时的催化剂因素

[redacted]	[redacted]	[redacted]
公司业务/资产	√	国内首家民营上市银行,不良贷款率低
经济环境/政策	√	受惠于民营经济的高速增长
人民币升值	√	
大股东/管理层/内部人士的行动	√	著名的外资股东淡马锡增持
公司回购/送红股或股份拆合	√	经常性分红派息送红股及股改送股
媒体关注热点	√	媒体大量报道
具有影响力的分析师报告		
公司并购/重组		
上市机遇(如:上海国际板)	√	有在香港发行H股的计划和行动
有较高制胜概率的图形/技术分析指针		

案例二：京信通信（2342.HK）

对于京信通信的关注，我们早在基金成立之初便开始了。2007年10月18日我们曾以2.85港元/股的价格(未经送红股的摊薄调整)买入部分股票。但最重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要的两次重仓增持行动则发生在2008年9月24日和10月13日。

京信通信是一家中国电信设备制造商，主要生产无线通信信号的接收和发射天线，在无线通信天线的子行业排名第一。我们通过计算机模型筛选的初步结果发现，它的估值比较便宜。按不同的买入时间及买入价，我们计算出它的市净率大约分别为2.4倍、1.4倍、0.9倍，仅分别相当于同期H股指数市净率(5.2倍、2.1倍、1.7倍)的46%、68%、55%。我们评估的预测市盈率也比大市低，而它对应的预测盈利增长却高达50%以上，我们认为是一只很“便宜”的股票。

另一方面，这只股票的向上催化剂因素很多。2007年，关于中国推出3G服务的讨论一直不绝于耳，这几乎已经成为中国内地和香港财经媒体的必备选题。

早在2007年5月8日，媒体便披露，京信通信在内地电信设备市场上已经持续展现技术优势，并成为内地3G核心设备生产商(如中兴、华为等)的策略性合作伙伴。业界分析师也认为，京信通信可直接受惠于内地即将开放的3G市场。随后，京信通信获批为中国3G市场开发TD-SCDMA远程无线设备。我们在分析后认为，随着中国电信市场发出3G牌照时间的临近，京信通信将在快速铺设TD-SCDMA网络方面成为突出的受惠者之一。

受惠3G牌照的发放

不过不少关注电信业的分析师则认为，TD-SCDMA的技术仅是中国自行研发的并不成熟的技术，未来市场容量如何可能不明确。但我认为，中国政府发展TD技术的决心是很大的，而且京信通信只是作为服务厂商而非电信运营商，就像是给挖金矿的人提供各种工具的，即使TD技术本身失败，作为设备服务商的风险也要比运营商小得多。我们研究该公司的公开资料时还发现，京信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通信其实已就所有3G标准（TD-SCDMA、WCDMA及CDMA2000）开发了相应的产品，而且不同的3G产品及解决方案在全球不同国家都有应用。

为了进一步验证我们的判断是否站得住脚，我们又查阅了该公司的财务报表，结果发现，其财务状况也非常不错。2007年9月6日，京信通信发布的中期业绩报告显示，其国际销售业务（包括向核心设备制造商的销售）增加了52.2%，占该集团期内收益的8.3%，较2006年的7.2%有所提高。2007年上半年股东应占的利润同比大幅上升了67.7%，达到7 638.6万港元。这个增长率是相当高的。

再深入调查发现，京信通信在亚太、欧洲、中东、非洲和美洲等地均已经设立了研发中心及分区销售办事处，为其踏足全球电信业做准备。

从整个行业发展来看，我们发现，一方面，中国要发展自己的电信技术，需要设备商的支持；另一方面，中国的电信设备制造商在国际市场上的地位在不断提升，这都让我们这些投资人对于中国的电信设备制造商增加了信心。我们相信，国家政策的改变对京信通信的影响会很大。3G的推出和京信通信的爆炸性增长潜力将会使得这只股票拥有强劲的爆发力。

催化剂涌现推动股价爆升

不过市场意见与我们并不相同，特别是2008年美国次贷问题全面爆发，令海外资金迅速撤离香港，港股经历了持续的下跌过程，出现了多次的股灾式暴跌。京信通信的股价虽然在2008年5月出现过急剧反弹，但进入6月份，也难抵大市的悲观，在大量机构获利回吐的情况下，该股开始持续下跌。此外，同年6－10月，中国三大电信运营商（中移动、中国电信和联通）都在观望3G到底何时出台，把很多采购量押后，直到2008年11到12月才急速回增。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当时我反倒认为这是重要的投资良机。加上2008年9月8日，京信通信主席兼总裁霍东龄表示，为应付未来国际业务及3G业务的需求，上半年已投入3 000万元，全年会投入共8 000万元扩建第三期厂房，以满足未来3～5年的发展需求。我们从这个消息判断，该公司的基本面仍然强劲。

为了验证这个判断，我们特意留意了该公司内部人士的增持情况，结果又有惊人发现。作为董事会主席兼大股东的霍东龄当年多次增持了公司的股份。例如2008年4月14日，霍东龄申报增持共794.4万股股份，每股平均价1.86港元，持股量由43.23%增至44.16%。2008年9月11日，就在公司宣布扩大厂房后三天，霍东龄又申报增持了311.8万股公司股份，每股平均价1.536港元，持股量进而由44.09%增至44.45%。这两次增持，共涉资约2 000万港元，不是一笔小数目。

这些蛛丝马迹对我们来说是重要的信号。大股东的几次增持都有真实的估值原因(股价被低估)，同时又有业务基础，这说明霍东龄有强烈的判断，认为公司的股价比实际价值要低。

通过上述分析，我们认为京信通信不仅具备了低估值(低市盈率、低市净率以及高盈利增长空间)的特点，而且具备了大量的催化剂因素(国家政策支持、行业受惠、技术得到认可、媒体大量关注以及大股东增持)。它的股价下跌仅仅是因为大市气氛不好造成的，这对于我们是很好的机会。我们经过与京信通信公司管理层(包括财务总监和董事长)面谈以及去公司实地考察之后，投资信心进一步强化，决定将此股升级为重仓股。于是在2008年的9月24日，我在1.37港元左右大量增持了京信通信，比我们最初入股时的2.85港元足足打了个对折。该股也一跃成为我们的前三大重仓股之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就在我们增持后不久，港股继续暴跌，导致京信通信的股价也节节败落，但我很坦然，因为我相信这些调整只是暂时性的。不仅如此，在它的股价再次暴跌时，我们又进行了一次买进行动——在2008年的10月13日，即我向股东们发信预测股市正在或接近见底的10天后，我在0.90港元的价格再次增持京信通信。

正如我所预期的，香港恒生指数在2008年10月见底，随后在境外流动性政策的支持下，市场走向稳定。进入2009年，在内地4万亿元经济刺激方案的驱动之下，内地与香港的股市开始了一浪接一浪的升幅。

2009年1月7日，工业和信息化部宣布，为中国移动、中国电信和中国联通发放3张第三代移动通信(3G)牌照。其中，中国移动获得TD-SCDMA牌照，中国电信获得CDMA2000牌照，中国联通获得WCDMA牌照，从而正式宣布中国进入3G时代。

在这些催化剂因素的作用下，京信通信股价的确展现出强劲爆发力。从2009年1月开始，几乎每个月都出现一波特别的驱升行情。由于涨幅迅速，该股在2009年3月跃升为我们投资组合里的NO.1股份，随后多个月份里一直保持着头号重仓股的地位。

估值偏贵即换马

到了2009年7月，我们发现京信通信的估值相比神州数码股票已经有点偏贵了，于是在7月24日5.65港元左右开始大量地卖出获利，将套现的资金换马到神州数码。其实在我们抛售之后，这只股票又升了一倍多，看起来我们好像卖得早了，但是按照巴索选股法则进行换马，我们却获得了更高的回报(见图4.2)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图4.2　京信通信股价图（2007年9月1日—2009年8月31日）

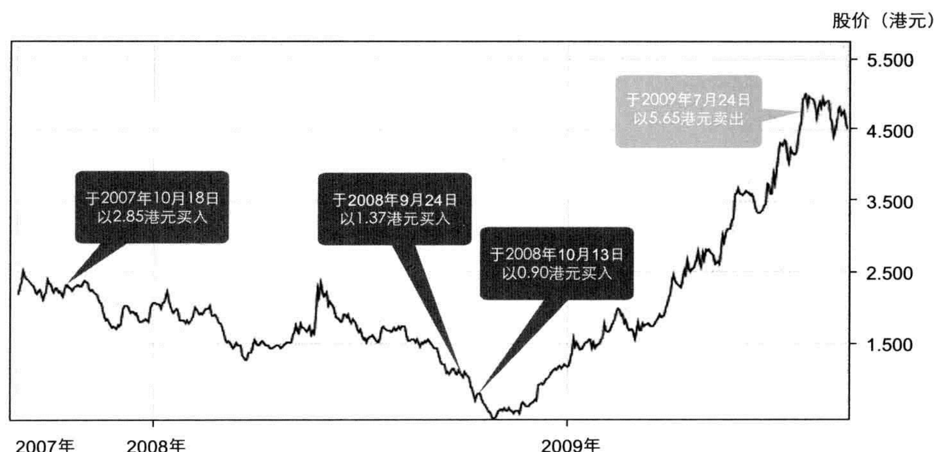


表4.4　京信通信主要买卖交易时的估值因素

估值因素	第1次买进	第2次买进	第3次买进	主要卖出点
日期	2007-10-18	2008-09-24	2008-10-13	2009-07-24
当时价格（港元/股）	2.85	1.37	0.90	5.65
P/E（历史）	27.1	13.1	8.6	55.7
P/B（历史）	2.40	1.41	0.93	5.70
比较				
H股指数的 P/B（历史）	5.23	2.07	1.69	2.35
该股P/B相当于H股指数P/B的百分比	46%	68%	55%	243%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表4.5 京信通信主要买入交易时的催化剂因素

催化剂因素	若有，打√	催化剂因素解释
公司业务/资产	√	中国最大的无线通讯天线生产商
经济环境/政策	√	国家发放3G牌照政策拉动无线网络建设的需求
人民币升值		
大股东/管理层/内部人士的行动	√	大股东从2008年4月和9月两度增持
公司回购/送红股或股份拆合	√	公司在2008-10-16在1.03元水平回购
媒体关注热点	√	媒体大量报道3G动态及受惠股
具影响力的分析师报告		
公司购并/重组		
上市机遇(如上海国际板)		
有较高制胜概率的图型/技术分析指标		

案例三：神州数码(861.HK)

神州数码是我们利用巴索法则获得重大回报的又一实例，不过这个例子更为特殊，因为它既体现了我们选股的策略，也体现了换马增仓的策略。

对于神州数码，相信内地的投资者不陌生。它的全称是“神州数码控股有限公司”，是一家著名的IT企业，属于中国领先的整合IT服务提供商。该集团主要业务有八大类：IT规划、流程外包、应用开发、系统集成、硬件基础设施服务、维保、硬件安装、分销及零售等，面向中国市场，为行业客户、企业级客

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

户、中小企业与个人消费者提供全方位的IT服务。集团在全国19个主要城市设有区域中心。同超过100家全球顶尖IT品牌拥有良好的战略合作伙伴关系，覆盖全国超过1万家代理合作伙伴，为中国用户提供最优质便捷的IT服务。据我们了解，该集团已经在中国的金融、电信、政府等行业的IT服务领域建立了领先优势，而且在IT产品的分销领域保持了多年的市场份额第一的地位。

这家公司原来是联想集团(992.HK)的一部分，后来被分拆，并于2001年6月1日在香港独立上市。神州数码主席郭为在联想集团内部，是与杨元庆并驾齐驱的两大核心人物。后来根据联想集团的安排，杨元庆分管了联想集团，而郭为则分管分拆出来的神州数码。前几年经过政府审批，神州数码进行了一场轰动全国的“管理层收购”(Management Buy-Outs，MBO)。郭为和他的管理团队经过层层股权安排，逐步扩大了在神州数码的股份权重，成为公司的第一大股东。

我们早在2007年10月就已经开始买入神州数码，在2007年11月-2008年3月期间，它一度是前三大持仓股。在美国次贷危机和全球金融海啸爆发之前，它的股价虽然也有波动，但跌幅不大。不过进入2008年8月，市场悲观情绪集结之后，令一众科技类股份遭受投资者抛售，神州数码的股价从当月开始，经历了重大的调整，占我们组合的比重也大幅下跌。

但是我们一直没有放松对神州数码的关注。在2008年12月-2009年2月期间，该股一直在2.5港元左右波动，到2009年6月时，已经回升了至5.5港元左右，上升了近一倍。不过我们认为，尽管它的股价回升了很多，但仍然不贵。我们计算出其市净率约为2倍，相当于H股指数市净率的大约70%，比起当时的京信通信已经出现了较大的折让。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

众多催化剂造就升值潜力

按巴索法则确定了这只股份的估值之后，就要考查它的催化剂因素了。这些因素包括宏观经济因素、行业利好因素、公司的受媒体关注程度、公司管理层因素、人民币升值因素、分拆或是并购因素等，越多越好。

经过研究，我们认为神州数码至少存在三种向上催化剂因素：

首先，从宏观经济和行业催化剂来判断，在2009年经济已经出现复苏的情况下，神州数码经营的IT产品已经成为消费类概念股的受益者。随着中国企业对于劳动生产率提升的需求，以及中国个人消费者对于互联网及个人电脑的需求增加，神州数码的IT产品销售将会进一步扩大，这对其主营业务IT产品分销是非常有利的。

另外，从行业角度，神州数码的表现也相当不俗。2009年6月12日工业和信息化部与国家统计局公布了“中国软件业务收入前百家企业”，华为、中兴、神州数码位列前三甲。这充分说明了这家企业的技术实力，同时由国家部委给其颁奖，也说明其政府资源开拓得还是不错的。这些都有助于其行业竞争力的提升。

从2009年6月披露的数据来看，尽管经历了金融海啸，但神州数码在2008/2009 财政年度的业绩增长还是比较喜人的。截至2009 年3 月31 日的财政年度，公司实现营收423.26亿港元，较2008 年的352.44 亿港元增长了20.10%，净利润达6.41亿港元，较2008 年的4.01亿港元增长了59.84%。在严峻的经济和市场环境下取得如此成就，实属不易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其次，神州数码受惠于人民币升值。我们留意到，神州数码是众多海外IT产品的内地经销商，而它的很多IT产品主要是从外国进口。这一点将会直接受益于当下不断升值的人民币预期。因为它进口的产品以美元标价，美元兑人民币越贬值，意味着神州数码的进口成本越低。

尽管在2009年美国尚未推出第二轮量化宽松货币政策，但是市场上对于经济二次见底的探讨不断，这意味着美国的复苏需要进一步的宽松货币支持，同时也意味着美元兑人民币不可能大幅度回升，这对神州数码的长期盈利来说，是有好处的。

最后，神州数码是中国政府近年来罕有批准的几宗大型管理层收购项目之一，媒体进行了公开、透明的披露。公司主席郭为等管理层在完成了管理层收购之后，其个人的利益与企业的利益挂钩将更密切，这会更有利于调动管理层的积极性。

在管理层收购消息出来后，我们观察到，郭为个人的股权不断增加，而联想控股的股权则不断下降，这说明这次管理层收购是动真格的，郭为本人如果不看好这家公司，就不会如此大幅度地提升其股权。

业务分拆助资产增值

此外，神州数码高管于2009 年6月曾表示，有计划分拆IT服务，在内地A股上市。这块IT服务在2008年的盈利超过了8 000万元人民币，是一个不可忽视的潜在上市项目，而神州数码持股占80%左右。众所周知，中国A股市场首次公开募股给出的溢价要较海外市场高得多，这样的分拆行动将有助于神州数码的整体资产增值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在综合了上述判断之后，我们不断增持神州数码。从2009年6月17日到同年11月24日，我们增持了至少十次。

基本上，我们当时已经开始了换仓的动作，把资金从京信通信转向神州数码。转仓行动是从2009年7月到8月，例如7月8日以平均每股5.65港元卖出京信通信，同日以平均每股4.93港元买入神州数码。这两个月的换马转仓以总体加权平均价来说，以每股5.19港元(同口径除权调整后为3.90港元)卖出京信通信，以平均每股5.23港元增持神州数码。这两只股票于2011年1月31日的收市价分别为8.32港元和14.96港元，若不卖出京信通信而继续持有，可赚113%，但换马到神州数码则可赚186%。

我们换马时，神州数码的市净率指标明显低于京信通信。从生意角度，中长期合理的估值应该是神州数码的市净率高于京信通信。为什么？简单地说，京信通信是制造型企业，资产较重；神州数码是流通性企业(分销)和IT服务型企业，资产较轻。一般来说，资产较轻企业的市净率应该高于资产较重的企业。另外，从人民币升值的角度来说，神州数码是受惠的(因进口外国IT产品在中国分销)，而京信通信是受不利影响的(因有部分产品是出口)。

完成了京信通信向神州数码的换马之后，我们继续增持神州数码，直到2009年的11月20日，我们再次增持神州数码的时候，它的股价已升至9.16港元。

有读者可能会问，神州数码从2009年年中的5.5港元上涨到11月的9.16港元，股价已上升67%左右，如果按年化来看，已经超过了100%，为什么你还要增持这只股份？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利好因素不断，宜继续持有

这就又回到了我们第二章里介绍的巴索法则：60%的价值投资+40%的催化剂因素。必须承认，神州数码的股价到2009年11月已经比2008年底及2009年中的价格有了大幅回升，但是我们从估值水平来看，该公司的盈利出现了巨大的增长。直到2009年底，神州数码的预测市盈率仍然偏低，而它的催化剂因素（前面所说的经济复苏、行业竞争力、人民币升值以及管理层MBO等）仍然在发挥着效用，在这种情况下，我们觉得仍然可以买入该股。

事实证明我们的判断是对的。在2010年1月20日，神州数码宣布，与香港八达通公司组成合资企业，共同开拓智能卡市场。公告显示，合资公司董事会将由五名董事组成，其中三名由神州数码任命，两名由八达通中国任命，而董事会主席将由神州数码任命。众所周知，智能卡是集消费、金融、IT服务于一身的综合业务，特别是八达通在香港的成功使用，已经让投资者领略了智能卡的盈利能力。该消息发布不久，神州数码股价便受投资者热捧，到2010年3月，公司股价曾突破15港元。直至2011年4月底，神州数码仍然是我们的重仓股之一（见图4.3）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图4.3 神州数码股价图(2007年10月—2011年4月)

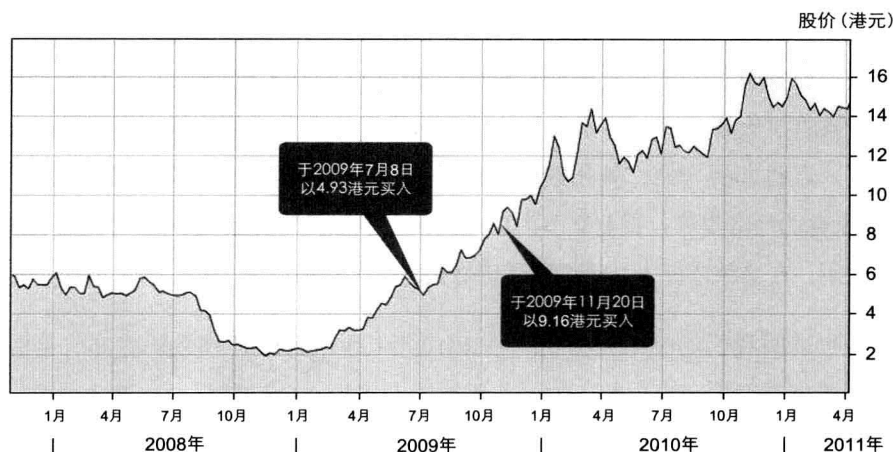


表4.6 神州数码主要买入交易时的估值因素

估值因素	第1次买进	第2次买进	第3次买进
日期	2007-10-26	2009-07-08	2009-11-20
当时价格	4.35	4.93	9.16
P/E(历史)	18.9	7.8	14.6
P/B(历史)	1.86	1.38	2.57
比较			
H股指数的 P/B(历史)	5.17	2.07	2.6
该股P/B相当于H股指数P/B的百分比	36%	67%	99%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表4.7　神州数码主要买入交易时的催化剂因素

催化剂因素	若有，打√	催化剂因素解释
公司业务/资产	√	中国最大的外资IT产品分销商，领先的IT服务商之一
经济环境/政策	√	受惠于互联网时代和提高劳动生产率
人民币升值	√	受惠于人民币升值
大股东/管理层/内部人士的行动	√	管理层MBO
公司回购/送红股或股份拆合	√	公司2008年9月回购，均价2.34港元
媒体关注热点	√	媒体大量报道数字城市及市民卡
具有影响力的分析师报告		
公司并购/重组	√	并购IT企业，与香港八达通公司合资
上市机遇(如:上海国际板)	√	有分拆IT服务业务于A股上市的传闻
有较高制胜概率的图形/技术分析指标		

案例四：神州数码(751.HK)

创维数码相信大家都不陌生。该公司主营业务为生产及出售消费类电子产品(主导产品是彩色电视机)及上游配件。公司总部设在深圳，产品销售遍布全国。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

创维的创办人黄宏生被视为与国美(493.HK)的黄光裕齐名的家电市场重要人物，特别是两人的经历也相当类似，均涉及上市公司的违规操作或侵占而入狱。在2010年爆发的以陈晓为代表的国美管理层与大股东黄光裕进行的股权争夺案中，媒体多次把黄光裕和黄宏生拿来对比。一般媒体均认为后者对于管理层的控制比前者更佳，以至于即使黄宏生身陷囹圄，仍然可以控制创维的发展，并没有出现股权争执问题。

在电器市场上，大家最熟悉的产品可能是创维的电视机。其实，创维在显示器领域的表现也是我们投其股份的原因之一。创维生产的液晶显示器于2006年和2007年分别获得中国设计的奖项。2007年，创维集团成为中国航天事业合作伙伴——创维电视、创维手机、创维安防监视器成为中国航天专用产品。在中国，业务能跟国家的公共事业搭上边是很有优势的。

在我们看来，上述种种因素都是其业务发展基本因素良好的佐证。我们基金成立之初，曾以1.15港元购入这只股票，那时它的市净率只有0.8倍，仅相当于H股指数市净率5.2倍的大约15%，所以我们判断该股的投资价值相当吸引人。持有该股不久，美国次贷问题便爆发，并进而在2008年9月发展成为金融海啸，导致该股股价受到拖累，而对我们来说，其估值却更显便宜了，所以我们又进行了增持活动。我们分别在2008年4月28日与2008年10月30日大量入货，以0.73港元和0.36港元的低价再次增持原本已是重仓的创维股票。

除了低估值特点，创维还有一些特别的催化剂因素，支持我们的增仓活动。

首先，家电下乡政策的扩大将会促进该公司的销售。中国从2007年12月开始，在全国进行了财政补贴家电下乡产品的试点工作。2008年金融海啸之后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中央准备实施经济结构转型，扩大消费的比重，这一政策只会更进一步扩大，而不会中止。事实上，到了2009年，这一措施已经扩大至中国更多的省份，不仅如此，政府还把类似的政策扩大到城市，推行家电以旧换新工作，这些都是有利于创维的。

2008年4月8日，我们对创维进行了现场调查，发现该公司存在强劲的销售复苏和预期收益大幅增长的潜力，这个调查结果进一步验证了我们对于催化剂因素的分析。

其次，从电视机这个行业的角度来看，中国LCD电视取代CRT电视的步伐正在加快，这也将有利于创维股票继续升高。通过分析大量的媒体报道，我们发现内地越来越多家庭将原来传统的“厚电视”换成薄薄的液晶电视机，这种趋势正在不断加快。创维于2007年成为中国航天事业合作伙伴后，销售猛增，也为其在内地市场的品牌起到积极作用，有公开报道称，创维公司在全国的市场占有率也达到了10%以上，在一些城市的销量更是排名第一。

最后，内部人士的增持行动。在黄宏生被捕之后，其妻林卫平于2006年进入了董事会，担任执行董事一职。我们发现，林卫平在2008年进行了多次增持活动，从港交所披露的数据来看，在2008年2月1日到2008年4月15日短短两个月期间，她便增持多达10次，共斥资超过315万港元，增持股份达到421万股。此外，创维的CEO张学斌、董事杨东文、董事丁凯以及财务总监梁子正，这些内部人士也都在2008年下半年进行了积极的买入增持。这些都符合我们认为的“精明的投资者”开始抄底的信号。

我们根据上述分析结果不断增持至重仓创维后不久，其股价受惠于上述政

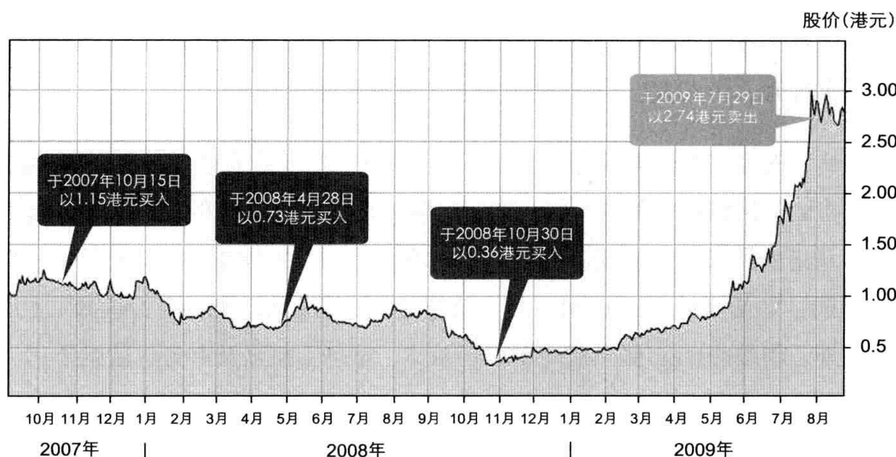
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策及基本面的驱动，开始稳步回升。由于它的升幅较快，加上我们持股较多，这只股份一直占我们投资组合的前三甲之列。最重要的一次升幅出现在2009年6月，该股在这一月之内劲升了64.8%。而一个月之后，即2009年7月29日，我们以2.74港元左右的价格卖出创维的持仓时，该股又比6月底的价格劲升了近58%(见图4.4)。

不设止蚀位　看重市净率

从这个案例大家可以看出，我的投资哲学是不设止损位，更多是从低估值+催化剂因素两个方面综合判断。对估值的指标，一般来说，在市盈率和市净率之间，更看重后者。

图4.4　创维股价图(2007年9月1日—2009年8月30日)



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不设止损位，不等于我们不设获利标准。其实我们经常检视个股的评估标准(低估值+催化剂)，由于我们投资组合的股票不太多(大约40只)，因此不少股票我都会经常看一下，对那些持股超过5%的重仓股，我更是会特别关注。一旦发现某些股票被高估或有换马对象，我们便会尽快抛掉它或换马。

表4.8 创维数码主要买卖交易时的估值因素

估值因素	第1次买进	第2次买进	第3次买进	主要卖出点
日期	2007-10-15	2008-04-28	2008-10-30	2009-07-29
当时价格	1.15	0.73	0.36	2.74
P/E(历史)	20.4	3.6	1.8	14.1
P/B(历史)	0.78	0.43	0.2	1.31
比较				
H股指数的P/B(历史)	5.25	3.11	1.42	2.35
该股P/B相当于H股指数P/B的百分比	15%	14%	14%	56%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表4.9 创维数码主要买入交易时的催化剂因素

催化剂因素	若有，打√	催化剂因素解释
公司业务/资产	√	国内第二大LCD电视生产商
经济环境/政策	√	受惠于国家家电下乡政策和以旧换新政策
人民币升值		
大股东/管理层/内部人士的行动	√	大股东/董事增持
公司回购/送红股或股份拆合	√	公司在2008年5月份回购，均价0.85港元
媒体关注热点	√	家电下乡和以旧换新被广泛报道
具有影响力的分析师报告		
公司并购/重组		
上市机遇(如：上海国际板)		

案例五：中信泰富（267.HK）

如果说在正常年份要通过一系列的估值与催化剂因素分析才能找到回报潜力大的股票的话，那么在金融海啸到来之际，只要有勇气，其实可以闭着眼睛在沙滩上捡便宜货，不过同样是便宜货，如果运用巴索法则，获利空间还是会不同。我们在金融海啸期间捡的中信泰富，就创下了丰厚的回报率。

本书第二章已经概要地介绍了我们买入中信泰富的过程，这里我再补充一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些更细节的背景。中信泰富是我们在金融海啸中大举入仓的一只股份。这家公司在澳大利亚有重要的铁矿项目，该项目以美元计价，但许多设备等需要支付澳元。据称是为了对冲澳元升值的风险，该公司在2007年8月至2008年9月期间，先后与美国银行、汇丰银行、渣打银行及花旗银行等签订共24份外汇累计期权合约(currency accumulator，一种类似累股证的衍生产品)。

不料在2008年10月，由于金融海啸爆发，美元成为避险资金，美元兑澳元的汇率迅速上升，导致该公司的外汇合约出现了巨额亏损，损失额接近150亿港元，如果没有获得流动性支持的话，公司将面临破产风险。

消息出来，引发了国际投资者的极大恐慌。在斩仓压力连同对冲基金的做空推动之下，该公司股价在两天内折损过半。一家曾经是绩优股的蓝筹公司，就这样被投资者无情抛弃。

人弃我取　胆大心细

而我们认为，市场情绪可能有点反应过度。从长远来看，这个公司的业务仍然是不错的。其实中信泰富看好澳元的长远趋势是对的(澳元在2010年兑美元已经达到1:1的水平)。中信泰富在澳币合约中犯的最主要错误是它的杠杆太大了，如果它的杠杆不那么大，坚守一段时间可能就解放了，甚至可能扭亏为盈。

做投资的都知道，大家都会犯错误，也都亏损过，只要亏得不大，有什么关系呢？问题是中信泰富没有算好账——“多大的头要戴多大的帽”，如果没有那么多钱去接货，就应该少做一点。历史上不乏对冲基金因为杠杆过高而导致全盘皆输的情况(比如有两名诺贝尔奖获得者做合伙人的长期资本管理公司就主要因为杠杆过大而大败)，中信泰富在这个问题上犯了同样的错误。这也正是我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们为什么保守地给自己定的借贷比率不超过净资产值50%的原因。

话说回来，中信泰富虽然因为外汇合约巨亏，但其主营业务仍然很稳健，而且它的估值已经出现了很吸引人的情况。在这种判断之下，我在2008年11月13日和12月12日，分两次分别以平均每股6.62港元和7.04港元大量买入了中信泰富。

有人说我买入这只股票是很大胆的行为。但其实从估值加催化剂理论的角度看，你就会觉得风险不大。为什么呢？在经历了2008年10月投资者的抛压之后，该股的市净率已经不足1倍，还不到同期H股指数的一半，而到了我们入场买进的时候，中信泰富的市净率值已经远远低于1倍。过往以估值为主、催化剂因素为辅的方法曾经让我们尝过很多甜头，在那个时候，我并不觉得买入该股是个冒险的行为，反而觉得这正是天上掉下来的好机会，应该抓住它。这也符合巴菲特常说的："别人恐惧时，你要贪婪；别人贪婪时，你要恐惧。"

所以我并不觉得自己是伸手去接住下跌的刀子（即使是下跌的刀子，也是相当于到了强弩之末阶段的刀子，表面可怕，其实不然），反而觉得这只股相当安全，中信泰富是一家这么好的大型国有企业，以前以两三倍的市净率都买不到，而现在股价一次性跌到这个程度，若错过机会，反而可能后悔。

母公司出重手相救

另外，它的母公司兼大股东中信集团愿意出重手来救它，我相信中信泰富肯定死不了。从中信泰富披露的公告来看，中信集团对它的支持是很"给力"的。中信集团主要通过买入中信泰富发行的可换股债券的方式进行融资安排，同时向中信泰富派出了以常振明为首的一个管理团队，这些都令我们对公司的未来发展有信心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常振明是中国大型国企管理层中比较有分量的人物。他曾留学美国，还是中国围棋界高手。在中信实业银行、中信证券、中信嘉华银行等均任职。后来为建行(939.HK)赴港上市，常振明调任建行任副董事长兼行长。在海外机构投资者之中，他的口碑不错，深受好评。当年建行上市能成功，常振明与海外基金经理的良好互动功不可没。我们认为，中信集团派他来收拾残局，显示出中信集团对于中信泰富的重视，这对这家上市公司是大有裨益的。

从换股债券的条款来看，其实对于小股东是相当有利的。中信泰富的解套路径是给母公司发债，以获取现金救急。母公司的换股价都要8港元，而同期市场上的股价才6港元多，比母公司的换股价都便宜。这说明母公司是有诚意协助中信泰富，也对这家公司的未来是有信心的；其换股价的定价也比市场有较高溢价，对于小股东有利。我曾在我的PE投资经历对股票投资的启示时谈到，实际上，大股东往往对公司的贡献更大，素质本身不错的上市公司出现市净率低于1倍或小股东入股价格低于大股东，已经是非常少见的特殊情况，对小股东来说是难得的投资机会。难道在这样的情况下，我们还不愿意去二级市场上买入?

实际情况是真的有不少机构不敢入场。因为在金融海啸期间，很多投资者的恐惧情绪或保守情绪占了上风，尽管中信泰富的换股信息已经公布，但很多人还是很悲观，不敢买。在这种时候，你只需要有一点勇气就够了。

后来的故事就不用多说了，受惠于澳元对美元的汇率反弹，以及背后有母公司中信集团和中国政府的强力支持等因素，我们在2008年11月和12月迅速并有效地增持该股至前三大重仓股，而当月该股就表现出了强劲的升势，仅2008年12月就劲升了大约60%，令我们在该月份明显跑赢MSCI中国指数，大约超过后者18%。到2009年8月7日，我们决定以平均每股22.60港元出售部分中信泰富锁定利润时，出售的部分已经为我们赚取了超过2倍的回报(见图4.5)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图4.5　中信泰富股价图(2008年10月13日—2009年12月31日)

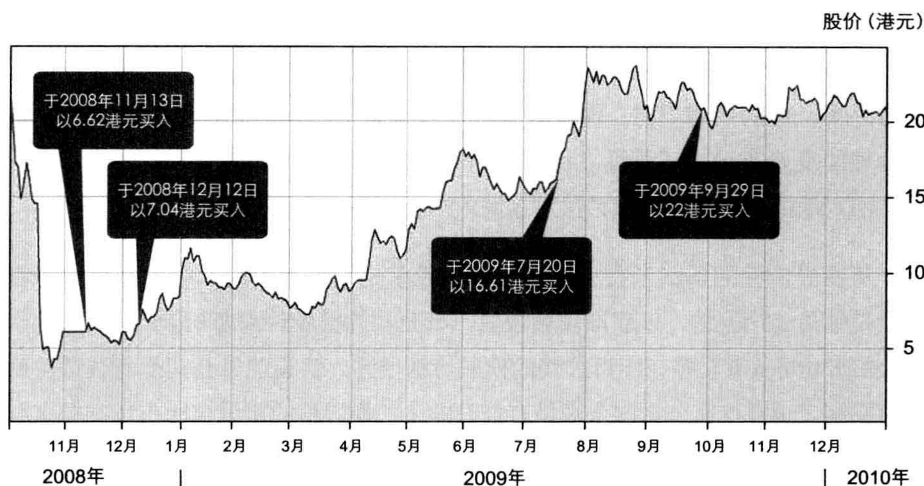


表4.10　中信泰富主要买卖交易时的估值因素

估值因素	第1次买进	第2次买进	第3次买进	第4次买进
日期	2008-11-13	2008-12-12	2009-07-20	2009-9-29
当时价格	6.62	7.04	16.61	22.00
P/E(历史)	1.3	1.4	不适用*	不适用*
P/B(历史)	0.21	0.22	1.04	1.38
比较				
H股指数的P/B(历史)	1.42	1.66	2.27	2.39
该股P/B相当于H股指数P/B的百分比	15%	13%	46%	58%

*注：因为外汇衍生产品交易导致巨额亏损，以致P/E为负数(不适用)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表4.11 中信泰富主要买入交易时的催化剂因素

催化剂因素	若有，打√	催化剂因素解释
公司业务/资产	√	知名度高的红筹公司，中国具有领导地位的特钢制造商
经济环境/政策	√	特钢/铁矿/房地产业务受惠于经济复苏
人民币升值	√	房地产业务受惠于人民币升值
大股东/管理层/内部人士的行动	√	大股东的可换股债的转股价为8港元/股
公司回购/送红股或股份拆合		
媒体关注热点	√	媒体大量报道：负面和正面均有
具有影响力的分析师报告		
公司并购/重组	√	有与母公司重组的可能性
上市机遇(如：上海国际板)	√	上海国际板上市的潜力较大
有较高制胜概率的图形/技术分析指标		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.3

强者也有失手时

前面向大家介绍了我们应用巴索法则创造高额回报的一些案例。其实，股市投资的成功从来不是一蹴而就的，当中要经历很多波折和失败，关键是看你能否从这些失败中吸取教训积累经验。就我本人来说，在收获成功的喜悦之前也曾四处碰壁，除了在第一章提到的我因忽略估值因素而导致失利的Paragon 例子外，睿智华海基金还曾因忽略投机因素而导致投资失利，四通(409.HK，现已私有化)就是一个典型的例子。

四通早年是中国打印机市场的翘楚，市场占有率很高。但现在很难见到四通的打印机了。在中国上个世纪八九十年代，谈到IT界的企业家，有两个重要人物经常被提及，一个是联想的柳传志，另一个就是四通的当家人段永基。

2007年10月22日大牛市时我们曾以1.04港元买入该股，当时它的估值还很便宜，市净率只有0.5倍左右。但后来却在2009 年11月接受私有化价格以0.48港元卖出，损失了53.8%。

现在想来，这只股票之所以亏损较大就是因为它的催化剂太弱了。当时它只有一个催化剂因素，就是一些业务可能出售获利。

当时虽然四通的业务在倒退，但我们很看好四通持有的新浪网股票。新浪网是一个很有竞争力的公司，在美国上市，股价表现整体上也不错。我们认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为，如果四通减持新浪的话，会有一个额外收益，这会体现在它的公司价值和股价上。根据《第一财经日报》在2005年的一篇报道，四通控股2004年中期业绩中，经营溢利仅为2 900多万港元，而通过出售新浪股票所获的非经营性收入就达1.01亿港元。新浪股票对于四通的重要性不言而喻。另外，四通还投资了其他一些媒体项目，我们认为业绩尚可。所以，一方面觉得0.5倍的市净率有点低估，另一方面考虑到业务出售的可能，我们就买入了。

但事后来看，四通的催化剂因素比较弱，因为当时它在新浪网的股权已经所剩无几，而其他的催化剂却不够多。

坚定“巴索法则”投资理念

经常回顾这些失败的案例对于深入理解选股哲学是很有帮助的。通过这些失败例子得到的教训和成功例子获得的经验，我越来越坚定和强化了睿智华海基金巴菲特与索罗斯风格相结合的投资哲学。

我的体会是，在相对一段时间内，如果你考虑的重要因素越多，想的越周到、越科学，赚钱的概率就越大。要提升这种赚钱的概率，最重要得是要有比较科学的投资理念——不仅要考虑到重要性达60%的估值因素，同时也要考虑另外40%的催化剂因素，如果不考虑催化剂的话，今后涨也不会涨得很厉害。

从实际操作来看，只要正确运用巴索法则进行投资和交易，成功概率和回报是相当之高。现实中，虽然我们不是每一只股票都投得准、投得对，但我觉得睿智华海基金投资股票的成功概率总体上来说相当高，大约有70%。也许有人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，70%还不算高，但我想强调，在实战中获得更高的成功率不是不可能，而是概率更小或更难。打一个不一定恰当的比喻：在股市中射击，即使对射击高手而言，他每次射击之前都用心尽力，集中精神，左瞄右瞄，瞄准之后再扣动扳机射出子弹，他每一枪都有信心以为能打中，但总有一些打偏了，最后打一百发，只有七十发打中，所以成功率是70%。至于到底哪些最后能打中，哪些打不中，事前他也不确定。但高手与低手的主要区别是最终成功率的高低，低手的成功率可能只有50%左右或低于60%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.4

巧用期权，对冲投资风险

对冲基金的一大特点就是灵活使用各种金融工具来对冲潜在的投资风险。因此，除了投资正股之外，为了降低风险，我们通常还会利用期货和/或期权这些带有杠杆性质的工具进行对冲(对冲的好处是降低风险，但代价是可能降低回报)。有时我们也利用这些衍生产品进行方向性博弈(主要目的是以小搏大，提高回报，但同时可能以加大风险作为代价)。睿智华海基金经常使用期权来做对冲或做方向性博弈，但做方向性博弈时会非常小心谨慎，以潜在负债风险不超过净资产值的3%为原则。

不少散户投资者认为做期权交易有点投机意味，以前还有一种说法，称股票高手为“天才”，而期货高手则为“鬼才”。其实不然，即使是买卖股票期权产品，我们同样也主要是以估值加催化剂因素综合考虑来进行投资决策，当然也会考虑是否已经持有正股以及期权的风险性质(比如买入期权享有权利时风险相对较小，而卖出“裸露”期权承担责任时风险相对较大)。

什么是期权呢？它是一种交易合约，赋予持有期权的投资者一种权利，允许他在未来某个约定的时间，以约定价格买入或卖出一定数量的某种指定的证券或商品。

股票的认购期权(call option，也称看涨期权)允许期权的买方在付出期权金后，在约定的时间，有权利(但无义务)以约定的价格(即行使价)向期权的出售

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方买入约定数量的某只股票。如果到了约定时间，这只股票升得很厉害，其市价超过了行使价，那么期权的买方就可能要求期权出售方以行使价把约定数量的股票卖给他，而后他可以在市场上抛售获利。如果到了约定时间，期权的买方发现这只股票市价低于期权合约价，那么他就可以不行使这份期权合约，这样他只是损失了当初买入期权时付出的期权金。

对于出售认购期权的一方来说，他出售这种权利，获得了一部分期权金；如果合约到期时股票市价高于行使价加上期权金的价格，那么他就面临亏损的风险，亏损的金额就是股票市价扣除行使价及期权金价格之后的余额。不过如果他在出售这个看涨期权的时候，手中拥有这只股票（即正股）作为备兑，而且这批股票的成本价低于期权合约的行使价，那么他并没有亏损，因为即使他按期权行使价（低于市价）把股票卖给了认购期权的买方，他也只是少赚了钱（少赚的部分＝期权到期时股票的市场价－行使价－期权金），而不是亏损。

可以这么理解，认购期权的买方看好后市（所以说他是“买入”涨幅），而卖方则是看淡后市（所以他“卖出”了涨幅）。一般来说，若行使价高于市价的价差越大，到期日越近，触发行使的可能性就越小，期权金价格也越低。

同理，股票的认沽期权（put option，也称看跌期权或看空期权）则允许期权的买方在付出期权金后，在约定的时间，有权以约定的价格（即行使价）向期权的出售方卖出约定数量的某只股票。如果到了约定时间，这只股票下跌得很厉害，以至于到期时的市价加上买方付出的期权金之后，仍然低于行使价，那么期权的买方就赚钱了，因为他可以直接从市场上以较低的价格买入股票，然后按行使价卖给期权的出售方而获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以这么理解，认沽期权的买方是看淡后市(所以说他是“买入”了跌幅)，而认沽期权的卖方则是看好后市(所以他“卖出”了跌幅)。

对于对冲基金来说，期权是很重要的一种锁定风险的工具，同时也是用来实施杠杆作用的利器。我有时会使用备兑期权，有时纯粹会利用期权进行方向性押注。

为什么说期权对于对冲基金很重要呢？因为对冲基金常常会看空某只股票，它可以通过抛空正股然后在低位时买入来实现这种操作，但借正股抛空的手法显得成本较高，因为要付给机构经纪商借股票的利息及相关成本，即使这样，有时还未必都能及时借到货，此外，交易对手越多，也越容易暴露自己的意图——因此，我们更多采用的是卖出认购期权来进行做空或对冲。

为了进一步降低风险，我们采用的是有备兑性质的对冲，如备兑认购期权(covered call，即有正股做后盾的认购期权)，我们选择性地卖出某些在香港联交所有买卖交易，并且我们持有正股的认购期权，从而收取期权金，只要该股票的波动区间较为稳定，我们便可以采用这种操作而额外获利。

卖出认购期权，锁定盈利

我们进行的期权交易不少，这里我先举一个比较典型的联通期权的例子。

2009 年，我曾在联通处于10港元的时候买入一批正股，后来该股升至13港元。我判断其股价突破13港元，但同时跌破11港元的概率也不大，于是我就于2009 年8月7日大胆卖出了一个行使价为13港元，到期日为2009年9月29日的认购期权，这个期权的价格为0.53港元。为什么要卖出此认购期权？图4.6和图4.7显示了当时的主要资料。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图4.6　中国联通2009年9月29日认购期权价格走势

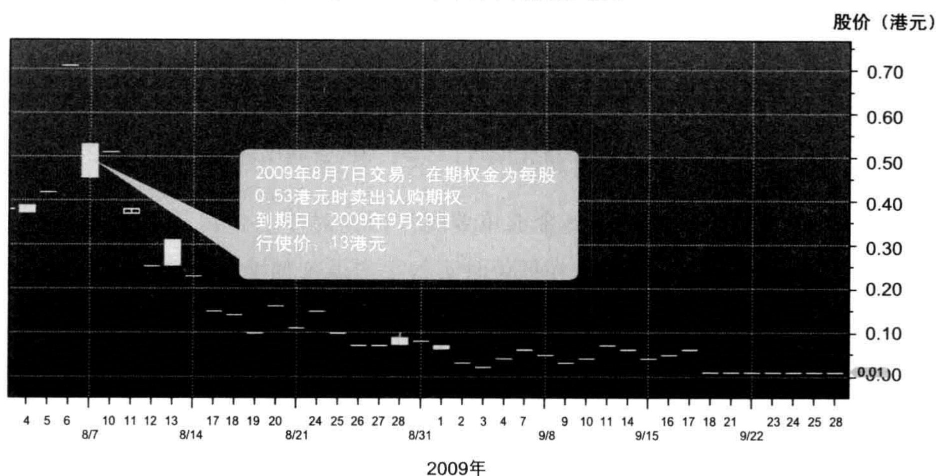
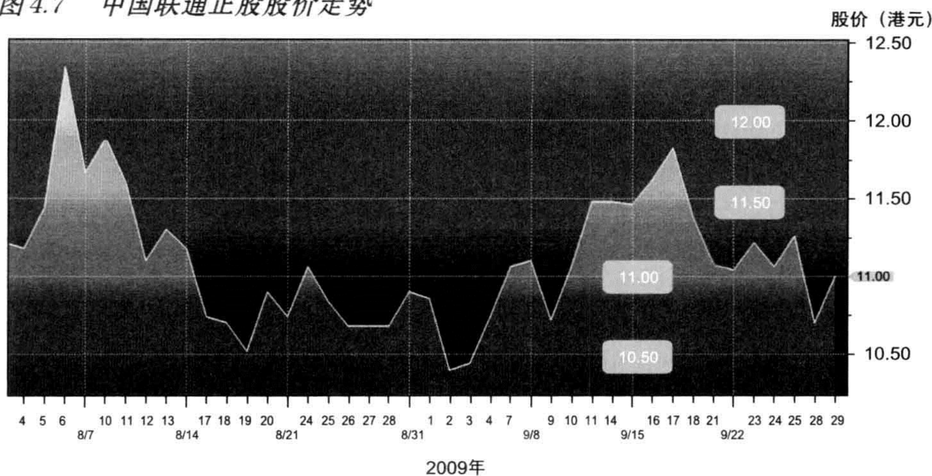


图4.7　中国联通正股股价走势



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖出认购期权的原因如下：

1. 我们判断中国联通股价在2009年8月和9月升至行使价13港元以上的概率很小，该认购期权被行使的概率也很小。

2. 我们持有中国联通正股、卖出备兑认购期权风险小。即使股价大幅上升，期权被买方行使，我们仍然可以在13港元的价位获得相当可观的利润(因为成本约10港元)。

结果在到期日，中国联通正股于11港元价位收市，远低于行使价13港元，所以买方没有行使认购期权。我们卖出认购期权免费获得每股期权金0.53港元(假设忽略交易费用)，额外大约提高回报5%。

这笔期权交易的含义是，买入这个期权的买家(即我的交易对手)，他可以在期权到期时(2009年9月29日或以前)，要求我以13港元的价格卖出联通的股票给他，但是由于他先向我付了0.53港元的期权金，所以理论上，他必须在联通涨到13.53港元以上时，才会赚钱，只有在联通涨到13港元以上时他才可能有动力去行使这个权利。若价格低于13港元，理论上他不会行使其权利向我买入联通，因为他可以在市场上，以更划算的价格买入联通。

而对于我来说，如果联通的市场价格涨到14港元，对手应该会行使其权利，我必须以13港元的价格把这个股票卖给对手，这比同期的市场价格低了1港元。而其实我并没有蚀钱，因为我的成本是10港元，而我以13港元卖出，赚了3港元，同时由于我还有期权金收益0.53港元，所以我的总利润是3.53港元/股，相对于10港元的成本价，此时回报率为35.3%，是一个相当不错的回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果在到期日或以前，联通的价格低于13港元，而期权买家不行使其权利，我则白白赚了每股0.53港元的期权金，相当于额外回报率为5.3%(= 0.53/10)。实际情况正是因正股联通在到期日的收市价仅为11港元，期权买家放弃行使，睿智华海基金平白赚了每股0.53港元的期权金。

这是我们卖出备兑认购期权的例子。一般来说，在有正股的情况下卖出认购期权，意味着你实际是锁定了盈利(至少是锁定部分利润)。上述例子就是锁定了5.3%的利润。如果当时因正股价远高于13港元而导致买家行使认购期权，则锁定了35.3%的利润(13+0.53=13.53港元，与10港元成本价比较)。

如果是为了对冲下跌的风险，除了卖出认购期权，我们也会买入看跌期权，不过由于买入看跌期权需要付出现金，所以我们会更谨慎地考虑。

反过来，如果你看好某只股票的走势，那么你也可以买入它的认购期权。

买入认购期权，以小博大

前面说到买入某股票的认购期权相当于看好某只股票的后市。我们在2010年9月时看好香港上市的H股中石化(386.HK)的未来走势，于是我们决定买入认购期权，想利用杠杆效应，以小搏大。

我们于2010年9月8日买入中石化认购期权，当日的中石化收市价是6.31港元。我们买入的认购期权行使价格为7港元，到期日为2010年12月30日，付出的期权金为每股0.12港元。可能会有读者问，为什么当时正股价和期权金那么便宜呢？因为当时市场上不少人认为，全球经济有二次探底的风险，中国也会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进入通缩，大市气氛不佳，所以当时的市场主流观点认为，中石化在2010年12月底以前升逾7港元的概率相当小，因此相应地，它的期权金也那么便宜，我们才有可能只花0.12港元便买到。

根据估值加催化剂因素综合评估的结果，我们判断中石化在到期日之前实际升破7 港元的概率相当大。为什么？从估值因素看，即使不按当时的收市价（6.31 港元）而按行使价（7 港元）加上期权金（0.12 港元）之和7.12 港元作为买入价来计算，中石化的市盈率（历史市盈率约为8.7 倍，彭博预测市盈率约为7.6倍）和市净率（约为1.3倍）都非常吸引人，两者都远低于H股指数。

从催化剂因素方面说，我们分析至少有以下四点：

1. 其国内零售油价有一个与国际油价挂钩的定期调整的机制，这有利于在相当大程度上保障中石化的盈利能力。

2. 中石化受惠于人民币升值。

3. 中石化的H 股价格远低于A股价格。2010年9 月 8日中石化A股（600028.SH）的收市价为人民币8.43元，折合港币大约9.9元，比H股高57%，这在市值较大的股票中是少有的，多数银行股和保险股以及安徽海螺（914.HK；600585.SH）的H 股价格反而明显高于A股价格，这一点有利于中石化H股价格上涨。

4. 国内A股推出融资融券业务，中石化A股在融资融券试点标的证券名单之中，有可能加速中石化H股上涨。不排除有人在中石化A股和H股之间做套利，直接的套利是卖出较贵的A股买入较便宜的H股；间接的套利是融券A股沽空，买入H股，今后只要H股跑赢A股（可涵盖三种情形：H股升而A股跌；A股上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨幅度小，H股上涨幅度大；A股跌幅较大而H股跌幅较小)，并且能够补偿汇率损失，间接的套利就有利可图。根据我们的估值加催化剂选股方法，若我们有多余的现金，我们甚至愿意按7.12港元直接买入正股。

2010年10月中旬，中石化的正股价已经明显向上突破7港元。我们在到期日之前的2010年12月22日按0.46港元/股的价格将这笔认购期权平仓，与0.12港元/股的买进价比较，回报率约283%，从买入到卖出共经历了105天，若折合年度化回报率则高达983%。

撬动杠杆，放大盈利

有人可能会问，如果你真的这么看好中石化，为什么不在它股价只有6.31港元的时候买正股，而要花0.12港元成本去买期权？这不是还亏了0.12港元吗？而且，万一中石化正股价格在期权到期之后才升到7港元之上，你不是要冒全军覆没的风险吗？

我们这样做主要是因为对冲基金经常需要以小搏大，利用杠杆来放大盈利，而期权正是最佳的杠杆工具之一。如果我要买正股，当时需要付出每股6.31港元，但是如果我买期权，只要付出0.12 港元 —— 我相当于用0.12 港元买期权，撬动了一个6.31 港元的股票，杠杆率为50 多倍(6.31/0.12 = 52.6)。另外，因为这是买入一个权利(没有义务和责任)，相对风险不是太大，若万一看错，最多就是损失全部的期权金，不必像累股证那样，一旦看错就必须拿更多的现金来接货(即必须买入正股)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从成本与利润的对比来看，在行使价为7港元时，只要正股价格升破7.12港元，每分钱都是我们的利润。如果我们投入的是6.31港元，一分钱利润折合的回报率可能不值一提，但是由于我投入的只有0.12港元，因此每增加一分钱，我的回报增长都是非常可观的(用0.01港元除以0.12港元，回报高达8.3%。)

买玉米期权抗通胀

除了做中石化的股票期权交易，我还做了玉米期权交易。在2010年6月14日，我选择性地买入了在芝加哥期货交易所(Chicago Board of Trade，CBOT)交易的玉米的期货认购期权，付出的期权金为0.20美元/蒲式耳(Bushel，容积单位(在美国等于35.238升)，1蒲式耳大约等于25.4 千克)。该期权的到期日为2010年12月11日，行使价为4美元/蒲式耳。这个行使价比当时的市场价格要高，2010年6月14日当日现货价大约为3.32美元/蒲式耳，2010年12月到期的期货的收市价为3.75美元/蒲式耳。我们预测未来玉米价格大幅上涨的可能性较大，为了使付出的期权金相对便宜，我们愿意接受高溢价的行使价(行使价比当时的现货价约高20%，行使价加期权金之和比当时的现货价约高27%)。

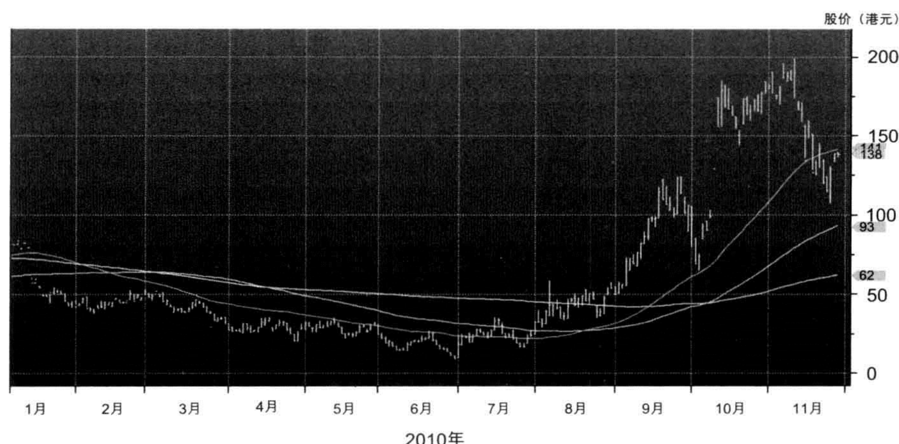
芝加哥期货交易所交易的玉米期货是2号玉米期货(芝加哥期货交易所规定的交割标准)，每张期货合约数量为5 000 蒲式耳玉米。而我们买入的玉米认购期权的行使价为4美元，折合每张期权涉及的总金额约为2万美元，付出的期权金每蒲式耳0.2美元，折合每张期权付出期权金为1 000美元，杠杆比率为20倍(=4/0.2)。

到了2010 年8月和9月，玉米价格已经开始强劲上扬，我们买入的玉米认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购期权价格也随之暴涨，从2010年6月的买入价0.20美元，很快上升至0.90美元以上。我们于2010年9月16日进行卖出平仓，价格为每蒲式耳0.96美元，期权金上涨了380%，从买入到卖出共经历了94天，若折合年度化回报率则高达1 476%(见图4.8)。

图4.8　玉米期权价格图(2010年1月3日—11月26日)



资料来源：彭博

这种交易不是没有风险的，但毕竟是买入一种权利(并非有责任和义务)，风险相对有限。我当时做这笔交易时已做了最坏打算，即使自己完全看错了，大不了也就是买入的认购期权变成废纸，也就是说付出的期权金最后颗粒无收。因付出的期权金总量是有限的，在最坏情况发生时，对睿智华海基金的净资产值影响也很小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了2010年中国的气候因素之外，其实我们还认真研究了近年来全球玉米的需求情况。我发现，像中国、印度等国家农业人口正在急剧减少，特别是中国，由于各省份均在推行城市化建设，其中一个结果是大量的农村人口转移到城市。有研究显示，中国的粮食生产其实是处于劳动力短缺的情况。在这种基本面之下，加上中国不断出现的天灾等异常气候，如果这种灾害持续的时间较长，将会对中国的玉米供应产生较大的影响。

从需求来看，2010年中国经济的复苏信号已经很明显，并出现了担忧通胀的情况。

综合这些因素之后，我认为押注芝加哥期货交易所玉米价格上涨的赢面较大。

风险管控，不容忽视

投资者应该做非对冲性质(或称博弈性)的期权交易吗？这要看你愿不愿意承担风险。期权交易某种程度上有点像风险投资，你看对了，回报特别高；看错了，可能所有的期权都会变成一堆废纸。这是期权交易的最大风险所在。对于机构投资者来讲，如果总量控制适当，由于期权金成本相对较小，相对净资产值占比不大，即使买入的所有期权全变成零，也不构成重大风险，基于这种考虑，他们可能愿意冒这个风险买期权。

不过在现实中，有些投资者并不知道自己交易的是什么产品，也没有测算过这些产品的风险究竟有多大。那些投资者因忽略或不明白金融衍生品的风险而导致巨额亏损的例子比比皆是。引发大规模社会问题的雷曼迷你债券和号称

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

富豪杀手的累股权证(accumulator)都说明了，投资者有时比较盲目或有侥幸心理，包括一些专业投资者。

你了解自己投资的产品吗?

2008年金融海啸期间，一些香港富豪声称被许多国际投行“欺骗”而投资了累股证，本质上来说，就是因为他们风险规避意识不足。

累股证这种产品的设计很奇特，它允许你在股票价格上升的时候，以一定的折扣(如8折或9折)买入某个股票的价格，而且还可以用保证金形式交易，但是投行会设立一个上限，一旦股价上升太多，会中止你打折买股的权利；相反，如果股票价格下跌，则必须按约定数额双倍接货，投行卖给你多少股票你都得接下来，而且必须补仓，此类合约有些是无法中途中止的，投资者只能被迫在合约到期后方可退出。

从预期回报的数学计算上来看，上述产品的盈利与亏损是非对称分布的。简单来说，假设未来一段时间，股票下跌与上升的概率是一样的，由于股价下跌时无法止损且要双倍接货，而股价上升时则自动止盈，所以累股证的持有者的最终回报以亏损而告终的可能性会更大一些，除非正股价格处于一直上升的状态。

其实随着金融衍生品的发展，许多金融衍生品已经被设计得过于复杂，连我们这些专业人士都未必完全了解其构造。就引发全球金融海啸的美国次贷问题来说，那些金融工程师先是把银行的按揭贷款过度地“衍生”成投资产品，又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再把它进一步"衍生"成按揭衍生品的衍生品。为了满足投资者规避这些"衍生品的衍生品"的风险的需要，金融工程师又替保险公司设计出了规避违约的衍生品……就这样，一环套一环，把原本很简单的银行与买房者之间的房贷，演变成了联结投行、保险公司、评级公司、对冲基金、互惠基金甚至主权基金等众多关系的、可能谁也无法真正理解的衍生品。

据一位曾经买过少量抵押担保债务凭证(Collateralized Mortgage Obligations，CMO，一种基于按揭证券化产品的衍生品)的业内朋友介绍，他们拿到一些厚厚的CMO招股章程时，根本就没有兴趣读下去。买这些产品的原因，很大程度上是因为有国际评级公司的评级作背书，再有就是销售机构(一般是他们的机构经纪)强力推荐并提供流动性支持。

业界流传着一段黑色笑话：当雷曼兄弟破产后，有一位前雷曼衍生品的设计专家被其他投行挖角。新公司让他回头来评估一下前雷曼衍生品的清盘价格应该是多少，这位老兄根本算不出来，因为他们在设计过程中，并没有考虑过清盘这种情况。虽然这只是玩笑，但一定程度上反映出所谓专业人士的局限性。

正因为如此，作为投资者，在进行此类衍生产品的交易时，我们更应该注重对风险的控制。

而对于不希望承担太多风险的投资者，则应该避开期权交易，买正股是个不错的选择。因为买正股即使看错方向，至少还可以死守，等着它回本。但是期权不同，它是有时间价值的，如果到期时，我买的中石化认购期权仍然没有突破7港元，那么买入的认购期权就都变成废纸了，对这笔已变成废纸的期权来说，就再也没有翻身机会了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总的来说，如果投资者想要进行期权交易，至少得学过这方面的知识，知道自己在买什么？在卖什么？它有什么好处？它有什么风险？是有限风险还是无限风险？你是否承担得起这些风险？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.5

以良好心理素质应战

介绍完这些投资理念和实际案例，可能有读者会发现，自己平时似乎也会考虑到“投资加投机”的投资方法，但往往在关键时机没能按这些规则行事。原因在哪里？要知道成功的投资者需要坚持自己的信念。

独立思考，沉着应对

一位好的基金经理喜欢独立思考，不会人云亦云，有些人在一定程度上甚至有点“固执己见”，但内在原因是他对一些问题的思考逻辑更有道理，他预期某种结果会发生，即使可能有的时候等待的时间需要长一点，他也会坚持，有耐心等下去，这属于择善固执。当然这不是说固守某种观点不变。事实上，基金经理每天很重要的一项任务就是了解外界资讯，特别是关注的公司的新闻，看这些资讯是否会引发投资观点的变化，一旦估值或催化剂因素有了变化，就要考虑是否需要迅速采取行动——不过最终的决策都是基于自己的独立思考后做出的。

不少散户喜欢阅读股评家的分析评论，也会收集证券行的研究报告，这些都是很好的做法，但是有时也容易被不同的报告与评论牵着鼻子走，对某只股票的判断产生忽左忽右的想法，容易丧失自己的判断。买卖股票最终做决定的还是你自己，别人只是外因。买股票前应该问问自己，对自己的决策依据有多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大的信念？如果结果错了，有能力承担多大的损失？

我早期听小道消息买错股票，损失过不少，但现在做投资决定时，越来越坚持自己的信念。只要是建立在理性与客观分析上的投资决策，我都愿意坚守下去。

2008年金融海啸前后，许多同行都经历了痛苦的彷徨，不少基金经理关闭了自己的基金，退隐江湖；其他的也在考虑到底还要不要守下去。这次金融海啸被称为史无前例，当时谁也不知道基金行业何时会复苏，而外界关于基金赎回的声音铺天盖地，充斥着中外媒体。睿智华海基金当时的资产净值也大大缩水，最低的时候从成立初期的1美元1股，一度跌至只有大约0.5美元1股。

即使是面临这样的困难，我仍然吃得下饭，睡得好觉，并没有像许多基金经理那样急得跳脚。2008年10月3日，我还给所有的股东发了一封信，作出了香港股市正在见底，或即将见底的大胆判断。我的判断是与我的投资行动一致的——尽管可能面临赎回风险，但我仍然只是保留极少量的现金应对，剩余的依旧全仓出击持有股票。

为什么我敢于坚持自己的信念？因为按价值投资的理念来行事，我的整个投资组合的风险已经大大打了折扣。这些股票买入的时候估值就已经偏低，因此即使经历了金融海啸，它们的跌幅也没有大盘多。而到了2009年市场反弹的时候，这些股票又由于有较好的催化剂因素驱动，股价跑得比其他快，让我们在2009年实现了惊人的高回报。所以，坚持价值投资加投机的方法能大大提高赢钱的概率，而且这样做的结果是，即使在熊市的时候，我也能睡好觉，因为我知道，再怎么亏也亏不了太多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我曾总结过基金自成立以来的投资记录，结果发现，凡是坚持了低估值加催化剂选股的股票，即使有亏损也不会亏很多，而赚取的回报却是惊人的。在金融海啸的冲击下，我们已平仓的交易中，与平均成本相比，只有10次亏损超过了10%，但这10次交易中，最严重的亏损也不过50%左右，大多数亏损只在30%左右。相反，迄今为止，我们的前十大获利交易的回报率基本都超过了100%，京信通信的一次最高回报超过了600%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章
下一个投资亮点在哪里

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“按区域划分，我最看好中国大陆市场，因为劳动成本相对港澳台更低，劳动生产率提高得更快。我们的选股对象也主要集中在生产基地设在中国大陆的公司。相对于A、B股，我目前更看好H股和红筹股。因为如果通过股票指数去衡量某个市场的股票价值，我发现H股还是便宜的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.1

俯瞰全球经济格局

未来十年，中国概念股的投资机会在哪里？要回答这个问题，我们首先要先了解整个世界未来十年可能会出现什么样的变化，以及眼下正在发生什么样的变化，然后才能具体到中国的情况。在本章里，我将向大家介绍一些个人对于中国未来十年的外部投资环境与内在投资机会的看法。

危机后的世界经济

经历了百年一遇的金融海啸，全球经济正在缓慢复苏。这种复苏在2009年的股票市场上表现得比较明显。美国第一次量化宽松与全球央行共同注资的行动，令市场预期经济复苏可能加速，特别是全球流动性将加强。加上2008年对股票的普遍情绪化低估，投资者开始对一些优质的股票重新予以关注，两个因素的合力共同驱升了全球股票市场。

从实体经济来看，2009年经济已经复苏，但不属于强劲反弹，特别是美国的失业率一直居高不下。美国靠撒钱来刺激经济的目标并未达到，到了2010年上半年，经济学家关于“二次探底”的讨论开始主导市场，同时欧洲主权债务危机的爆发，令市场更加担忧会再次出现大规模的流动性紧缺。

市场情绪一直反复波动，到2010年9月，当美国二次量化宽松的预期成为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场主流时，投资者再次情绪高涨。人们在想，自己手中的美元可能会经历史无前例的加速贬值过程，这令他们涌向新兴市场——根据摩根士丹利（Morgan Stanley）在2010年12月的一份报告，全球流入新兴市场的资金在当年10月份创下了历史高位。

从不少对冲基金（互惠基金也一样）的业绩来看，2010年9—11月初经历了一次明显的业绩上升。但是在2010年，机构投资者的乐观情绪却时不时被新兴市场的高通胀风险担心打断。

这种高通胀源自何方？有人认为是新兴市场货币政策滞后导致，也有人认为是发达市场的资金驱升所致。且不管哪种观点正确，高通胀给新兴市场带来的冲击直到本书出版时仍未褪去。在中国，我们在这个阶段看到了一些创造出来的新名词，像“药你苦”、“玉米疯”、“棉花掌”、“蒜你狠”、“豆你玩”、“姜你军”、“糖高宗”等，无一不是消费者对于高物价的一种无奈讽刺和挖苦。这或许是新兴市场通胀的最真实写照。包括摩根士丹利及高盛等国际大投行，在年底的来年投资展望中，纷纷介绍了这种新兴市场面临的高通胀风险。

从资金流量来看，2010年底流入新兴市场的资金开始大幅度下跌，而包括A股、H股等市场在内，中国的股票经历了一次不大不小的调整。

事实上，这场危机之后，全球各个发达经济体的地位正在重新洗牌中，最终谁会成为投资者的新宠，现在还不能下定论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缓慢复苏的美国经济

先看美国，2007年爆发并导致全球金融海啸的次贷问题还没有根本解决，这颗定时炸弹随时都可能拨动投资者的神经。但如果单纯从投资的角度来讲，我对美国市场尽管并不看好，但也并不特别悲观。毕竟美国的经济处于复苏之中，而股市是有前瞻性的，这意味着美国股市可能会有波动，但不太可能会再出现2008年的海啸情况。事实上，巴菲特在2008年呼吁大家买入并持有的时候，很多人还怀疑他仅仅是因为“爱国”——这种看法就像巴菲特在2007年出清中石油一样，很快便被另一种带着赞赏眼光的论调淹没。

美国在2008年推出量化宽松政策第一期后，效果不佳，一直到2010年年中，失业率仍然居高不下，于是美联储在2010年11月初又推出了第二期量化宽松政策，这一措施几乎遭到所有发达国家和新兴国家的非议。

其实如果美联储主席伯南克哪天说他打算推出第三期、第四期量化宽松政策，我也不会觉得惊讶。不过更大的可能是他不说，而是直接这么做。但是他试图推高美国流动性的做法是否会奏效，市场似乎仍然表示怀疑。这种怀疑在2011年的国际市场波动中已经得到体现。

揭开量化宽松的底牌

早在第一期量化宽松政策于2008年推出时，业界就戏称美国的做法是“坐着直升机往鸿沟里撒钱”，这条“鸿沟”便是缺乏放贷信心的美国金融体系。伯南克的所谓量化，实则是希望通过维持极低的资本成本，促进美国的银行向企业发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

放流动资金，以刺激实体经济——以往美联储此招往往奏效，但在美国次贷危机之后，由于不少银行账上仍然趴着大量的有毒的次贷资产，银行家们并不敢或者不愿意把低成本获得的流动性用于向企业放贷，反而有不少流入了“欣欣向荣”的资本市场，因为这种赚钱方式似乎来得更快、更稳。美联储压低了国债的投资回报，但是新兴市场和商品市场的回报，却让这些美国机构找到了更佳的游戏场所。

至于美联储想维持低息的企图，在2010年底也遭受了市场的有力挑战。因为美国就业率数据直到2010年底仍然没有得到根本扭转，房价也没有出现强劲的反弹，这都令银行的次贷问题无法彻底解决，预示着量化政策或许并没有达到目的。相反，投资者开始担忧量化宽松在美国以外市场引发的通胀将会输入美国。

到了2010年底，形势已经很明显，全球投资者开始不买美联储的账了，他们要求美国提供更高的回报率——美国国债的孳息率在2010年12月出现了较大的反弹，导致美债价格大幅回落，有对冲基金将资产配置从债券转向股票，或是转向了实业投资。在香港，有长期做美国国债的全球宏观对冲基金经理在2010年圣诞节前夕说：“量化宽松政策实在糟糕，我们不打算玩(债券)了，明年的形势谁也看不准，我可能会多做一些直接投资。”他的一位资深伙伴已经提前数月把股份卖掉，开始像罗杰斯那样去周游世界，同时不断地用各地的风光照来刺激这位老兄。

量化宽松也伤害了美国政府的信用。在2010年11月举行的二十国集团(G20)峰会上，美国总统奥巴马试图利用该会议向中国施压，要求人民币升值，但是由于量化宽松政策的实施，美国几乎彻底失去了全球各国政府的支持，甚至连美国传统的盟国日本也不愿在这一问题上支持奥巴马。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了2011年，美国国债的信用低至连美国自己的机构都不愿持有了——号称全球最大债券基金的PIMCO公司开始公开抛售美国国债，其创办人格罗斯(Bill Gross)多次在公开场合表达了不看好美债的观点。不仅不看好，该机构很快加入了抛空美债的行列。据外媒披露，该机构在2011年4月将美国政府相关债券的空头仓位由3%提高至4%。连PIMCO也开始抛空美债，美国国债已经沦为业界的笑柄！

美国为什么狂印银纸?

作为中国人，我们可不能只在旁边看美国的笑话，要多想想美国这么做背后的目的是什么？对我们有什么影响？美国开足印钞机有可能引发庞大的通胀，但另一方面，从美国人的立场看，它的这种做法是有其逻辑依据的。

首先，正如上文所述，美联储的企图是，通过购买美国长期债券，令长期基本利率维持较低的态势，压低市场利率，希望美国工商界有可能获得更低的贷款，扩大生产，这将有助于改善美国自金融海啸以后就一蹶不振的就业市场。

其次，从美元角度来看，量化宽松的货币政策直接令美元出现贬值趋势，这么一来，美国商品相对其他国家会更便宜，有利于美国出口增长，出口的增长也有助于提升美国国人的就业率。

最后，这或许也是解决美国数以万亿计与次贷相关的有毒债券的一个有效途径。随着大量“印钞票”而出现水浸，原来的有毒资产或不良资产价格有可能上升，这样一来金融机构的资产负债表会得到改善，这对美国的银行家或许会是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一件重大的利好。

至于通胀，可能对于美国的房地产价格反而是一种支持，而这种价格的上扬，有利于盘活大量的银行有毒资产。为什么这么说呢？因为这些有毒资产的价格与美国房地产价格是高度正相关的，只要房地产价格上升，这些有毒资产也会受到追捧，市场价格也会上扬，从而有助于让银行解套。

请大家记住一个细节，2008年金融海啸期间，美国、欧盟、日本等相继提出放松执行以“市值计价”（mark-to-market）的公允值计算准则。美国证券交易委员会（Securities & Exchange Commission，SEC）与负责制定会计准则的美国财务会计准则委员会（US Financial Accounting Standard Board，USFASB）甚至同意银行家把“公允值”的确定与市场价格脱钩，而以银行的主观判断为准。这么做的原因就是为了避免市场被过度悲观情绪主导时让银行产生过度风险。因为在市场极度悲观之时，那些次贷衍生品的市场价格早已跌至接近于零，如果按市场价格来确定公允值，那么持有大量衍生品的银行将需要补充资本金，否则甚至可能面临破产风险。

由于目前美国经济复苏仍然缓慢，所以它暂时还不必担忧出现过高的消费者物价指数。伯南克因此尽可以发挥印钞厂的功能，但这种做法也变相地把美国的次贷危机通过量化宽松式安排，转移到了庞大的美国公民以及美国的全球债主头上。

最后，我们不可否认，美元目前仍然是最重要的国际支付货币。美联储通过大量购买美国国债的方式，把印钞厂的纸币送入美国政府的口袋，拿来支付它所欠日本、中国、德国等国的外债。大家可能会说美国怎么这么不地道？责

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怪美国人这么自私是徒劳的！没有办法，这是美国国际储备与支付货币的超然地位决定的，至少在近期之内谁也无法撼动。

另外，美国市场仍然是全球最重要的市场。据我们了解，很多国家的主权基金或大型基金投资的仍然是美国市场。这种现象是有其内在合理性的。首先，主权基金一般几千亿美元以上，规模比较大，而美国市场容量大，流动性强；其次，与美国的基本情况相比，欧洲的情况更糟糕，所以投资美国相对合理。此外，日本的情况也没有美国好。美、日、欧三个“烂苹果”相比，美国最好，日本第二，欧洲垫底。

我相信这也是为什么中国从2010年开始，加快了人民币国际化的步伐，并与多国签署协议，以人民币作为贸易结算的货币。但是人民币要真正成为国际储备货币，还是路漫漫而修远兮。要成为储备货币，人民币得先经历国际贸易结算与国际投资货币两个重要阶段，而目前中国政府仅在国际贸易结算方面开了口子，至于人民币的国际投资的功能，还处于犹豫之中。在香港，呼声甚高的人民币股票迟迟未见出台，第一只挂牌的汇贤表现也不佳，整个人民币投资市场极度缺乏具有诱惑性的产品，流动性欠缺，这些都阻碍了人民币的国际化步伐。可以想象，人民币今后还有相当长的路要走——在这个过程中，我们绝不可忽略美元的影响力。

量化宽松动了谁的奶酪？

大家看得很清楚，美国试图用不断贬值的货币来挽救本国经济，是典型的“以邻为壑”，它对美国经济的影响是否有益暂且不提，但它对处于亚太经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体，特别是新兴市场的投资者来说，已经产生了严重的通胀问题。简单来说，量化宽松并没有达到目的，却对美国以外的市场产生了不利的影响。

量化宽松政策诱导美国的投资者把资金投向回报率更高的新兴市场，用时下媒体的热门词来说，这就是“热钱”。这种流向新兴市场的热钱制造了从黄金、股票、房地产到商品的各种名目的资产泡沫。

很多人对“热钱”的担忧在于，它热得快冷得也快。不少人担忧，一旦美国加息或是新兴市场的资产价格泡沫破灭，热钱又将以“避险”的名义涌回美国，这会给新兴市场留下一个烂摊子。谁能保证到时不是美国企业大举并购新兴市场的良机?

到底美国加息与新兴市场的通胀泡沫谁更值得担忧？中外券商给出的顺序是不同的。对美国加息有忧虑的主要是一些中资行，但是声音较小。作为机构投资者，我们经常看到的是各家国际投行分析对新兴市场的通胀担忧。在2010年11－12月期间，香港各大国际投行的经济学家基本达成共识：美欧经济在2011年仍然会低迷，通缩风险依旧，但是全球的新兴市场却出现通胀攀升势头。至于中国内地，将进入加息周期——这一点，从中国2011年前四个月的通胀与加息步伐已经得到体现。

外资行的这种担忧已经演变成为市场波动的推动力。2010年11月12日，中国A股突然暴跌了162点，第二天多家媒体报道认为，下跌与高盛发布的一份报告有关。那份报告宣称，中国股票回报已经高于高盛一年前所确立的目标价，而受通胀影响，估计中国将有进一步的紧缩，在这种情况下，高盛已经清仓了中国股票并从中获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高盛是不是像中国媒体所说的那样，有意引导了对A股的攻击，这个我不敢断言。其实不仅是高盛，其他国际投行在2010年12月发布的政策性报告中，均提及对于中国紧缩问题的担忧，或许这才是事件的根源。事实上，在2010年12月披露的中国消费者物价指数已经高达5.1%，远超市场预期。而2011年6月披露的5月份CPI更高达5.5%，创下了3年来的新高。

现在逻辑已经很明显了，新兴市场对美国量化宽松预防的滞后，导致了本国的通胀。而这种通胀的风险令国际热钱对新兴市场的冲击正在减弱。摩根士丹利在2010年12月发出的一份流动性评估中显示，在当年10月新兴市场出现了创历史纪录的资金净流入量，但是在11月，这股力量突然失去了动能，而且正逐步回落。2011年5月，与一些业界对冲基金交流时，大家普遍认为，今年的资金流入不如去年那么明显，不少同行甚至在4月遭遇了赎回操作。

不过总体来说，我并不认为流动性回落意味着来自欧美的热钱已经流回美国市场——增长的回落与净资金的流出是不一样的概念。不过，这种趋势或许值得我们关注。如果真的发现资金从中国或其他新兴市场流走，投资者可能会抛空或对冲。当然，即使没有出现这种情况，平时我们也应该不断适时地调整投资组合，比如从投资较贵的股票转向较便宜的股票。所以，如果出现资金流出市场的话，投资者若能从便宜的股票换到更便宜的股票，不做沽空也可以，当股市出现一些大的变化时，也可以做一些短仓。

欧债国境况堪忧

再看欧洲市场，在2010年欧元区频频曝出主权债务危机问题，特别是风暴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中心的葡萄牙(Portugal)、意大利(Italy)、希腊(Greece)和西班牙(Spain)这四国，因其英文首字母的组合为“Pigs”(猪)而被人冠名为“欧猪四国”；后来，爱尔兰(Ireland)爆发了更为严重的银行问题，加入成为“PIIGS”，从而这五国被人们戏称为“欧猪五国”。

但事实上，欧元区的问题远非“欧猪五国”。欧洲国家现在问题不少，例如它们时常爆发游行，产品技术又没有美、日先进，出口也比不上美、日。除了德国一家出口增长仍然算较好外，其他都不太行。现在欧洲各国本身不愿意“勒紧裤腰带”，只能指望时间来解决问题，或许要等到欧洲各国本身意识到应该节约、创造更多财富、更多出口时才能解决问题。

由于欧元区是相互持债的，特别是德国也持有大量欧洲其他国家银行的债券，因此其实是一荣俱荣、一损俱损的关系，这就是为什么德国再不情愿，也要不断施援手解救欧洲盟国的原因。

此外，欧元区一直存在着经济发展不均衡的问题。例如在2010年，我们看到“欧猪五国”明显需要低利率环境的支持，但是德国却担忧通胀的风险而需要加息，而这反过来会窒碍“PIGS”本已疲弱的增长。究竟欧元区在2011年会怎么走，我们还要继续观察。

基本上，我认为欧洲的情况要比美国更差，我在2010年下半年已经开始以较长期限的期权方式沽欧元买美元，2011年5月又加仓。虽然美国量化宽松政策会令通胀上扬，但是相比之下，欧、美这两个难兄难弟中，欧洲的情况会更差一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大地震使日本经济雪上加霜

日本是仅次于美、欧的最重要的西方经济体。但是和欧洲一样，日本同样存在人口老龄化问题，目前日本政府靠大量举债来维持运作。由于日本的债务早已超过GDP，而且这个国家经历了长达10多年的经济停滞，再加上今年3·11大地震和伴随的大海啸以及核辐射进一步对其经济产生重大负面影响，我们对于日本市场仍然难以恢复信心。

在业界，曾经一度盛传，日本将是下一个主权债务问题爆发地。但是这种情况未必会出现，因为日本国债的债权人主要是其国内人士和国内机构，今后必要时可用印钞票的方式解决国债的债务问题。此外，很少有人留意到的是，日本与美国其实是互为主要债权国，外人大多只看到日本持有巨量的美国国债，却忽略了美国机构在日本也拥有大量的债权，而且还在持续买入日本债务，这一点也是日本债务问题虽然正在恶化，却暂时不会出现欧洲那种即将崩盘状态的原因。

新兴市场喜忧参半

总的来说，鉴于欧美市场的不济，以及日本经济状况也不佳，我相信，包括香港在内的中国市场肯定很难被全球投资者边缘化。这一点，仅仅从索罗斯大老远跑来香港设置办公室就可以看出，他不仅进驻香港，而且高调地跑到了香港最具气派的写字楼之一——国际金融中心二期里。

那么整个新兴市场又会如何呢？印度、巴西、俄罗斯与中国，毫无疑问情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况会比欧美好一些。但是新兴市场面临一个全新的挑战，即美欧的复苏可能已经开始，但是无法回复至过往的水平；另一方面，来自欧美发达市场的热钱正开始加剧流入新兴市场，推高这些市场的资产价格和居民物价水平。这导致外来投资者对于通胀的担忧。究竟谁会成为新兴市场的霸主？这是我们下一节将要探讨的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.2

谁将称霸新兴市场?

在经历了金融危机之后，全球各个较发达经济体的地位正在重新洗牌中，而这些经济体的剧变未止，例如美国次贷问题并未根本解决；欧洲主权债务危机也没有彻底平息；第二大经济体日本债务问题开始浮出台面，而加拿大及澳大利亚近年来出现了货币强势，这些均是投资市场悬而未决的问题，对投资者的策略都会产生影响。

其中一个最重要的影响是，新兴市场的重要性被提上台面。欧美的机构投资者开始在其资产配置中更多地考虑新兴市场的股票与债券。那么，究竟未来新兴市场能否引领全球市场？谁又可能是新兴市场的霸主？

面对现状，我们首先要看清大势。

欧美确实有不少问题，并且问题解决需要一个过程。而新兴市场，虽然也有通胀问题，但因为问题较少，中国等新兴市场比欧美的情况会好很多。所以总的来看，新兴市场的发展可能会优于欧美市场。

印度较中国更具吸引力

新兴市场，从中长线看，我认为印度的情况比中国内地更好。因为印度的人口更年轻，其人均国内生产总值大概为1 000美元，比中国的4 000美元更低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我相信那些有条件的全球宏观对冲基金会把印度作为一个重要的投资选项。

不过印度和巴西都存在一个问题，这两个国家的市场在2009—2010年已经出现了大幅度的反弹，曾到达金融海啸之前最高位的大约90%—95%的水平。而中国内地以及香港市场却仍然离此前的历史高位有一定距离，反弹最高时也只是到达金融海啸之前最高位的大约70%。

俄罗斯的情况则比较像欧洲——它曾经强盛过，但在新的情况下不如新兴市场有生机，而且人口更老化。另外，俄罗斯石油资源多且大部分出口到欧洲，如果受到欧美经济低增长的拖累，很难再现2007年的牛市，因此其股票市场可能不会像前两年受惠程度那么高。

中国内地市场的表现值得期待

在未来10年内，新兴市场中除了印度，大中华区的表现应该是最好的。

首先，对于台湾市场，我们将运用估值加催化剂投资哲学，侧重对市场股票指数做相关交易。但如果涉及个股选择，就要看是否了解那个市场的上市公司，因此，除非有特殊原因，一般不会去台湾投资个股，如果要投，就投指数期货或交易所买卖基金(Exchange Traded Funds，ETF)之类。比如2008年台湾大选马英九获胜时，我们判断台湾股市会上扬，因此买入在新加坡上市的台湾股指期货，这样既不受台湾合格的境外机构投资者(Qualified Foreign Institutional Investor，QFII)额度影响，又能享受这个市场上升带来的利益。

按区域划分，我最看好中国大陆市场，因为劳动成本相对港澳台更低，劳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动生产率提高得更快。我们的选股对象也主要集中在生产基地设在中国大陆的公司。相对于A、B股，我目前更看好H股和红筹股。因为如果通过股票指数去衡量某个市场的股票价值，我发现H股还是便宜的。

看好H股投资前景

截至2011年3月8日，恒指收市23 810点，我看到H股的股票估值指标仍然吸引人，市盈率才11 倍，股息回报率约2.2%，而两年期美国国债的收益率大约0.7%，五年期大约2.2%。港元是和美元实行联系汇率，而H股是用港元标价和交易，从价值投资角度来说，上述数据显示，H股股票相对于美国债券更吸引人。

我预期，今后美国的债券资金有可能更多地转为增持股票市场，其实在2010年12月，不少债券型基金已经提高了对于美国债券的孳息率的要求，这意味着债券市场的价格将会有一个受压的过程。在这种情况下，有一些债券投资者会转投股票，特别是进一步增持新兴的股票市场，其中中国和印度有更大的概率成为受益者，因此中国境外的股票将受到增持。对于在香港上市的中国股票，投资者可以有选择性地建立长仓或增持。

除了估值便宜，目前人民币被低估也是未来驱升港股的一个重要因素。中国GDP增长速度比较快，企业盈利增长也比较高。在这种大背景下的中国概念股，尤其是在香港上市（用港币标价），或在美国上市（用美元标价）的股票，相对于用人民币标价的A股而言，其内在投资价值更大。这是因为在股价不变的情况下，将人民币派的息换成港币或美元，股息收益率就会提高，投资价值从而也会提高。所以从不同角度来看，尽管中国有很多问题，但我更看好用美元和港币标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价的海外中国股票市场。而且从大形势来看，投资策略应该是以长仓为主。

通胀增加了股市风险

当然，中国股票也有风险，特别是中国2010年出现的通胀现象，已经令人担忧中国经济生活的稳定性。中国通过紧缩政策来控制通胀已经成为海外投资者的普遍预期。我个人认为，在银根紧缩之后，A股未来有可能下跌10%～20%，H股也无法避免，增幅会放缓，甚至会从高位下跌10%左右。

不过对于H股我并没有太多担忧，即使跌也不会跌得太多。为什么呢？美国实施量化宽松政策只会令人民币的升值压力更大。从2010年9月开始，人民币对美元不断创下历史新高。因为港股是以港币标价，从某种程度上抵消了通胀及银根紧缩带来的负面影响。

所以，短期之内，有两股相反的力量在左右港股：一方面，人民币升值动力越来越强，对H股上扬的推动作用渐大；但另一方面，控制银根影响中国GDP的增长及企业盈利增长减缓又可能是一个股市向下的因素。但总体上我认为，两者抵消后股市有可能上扬或持平。中长期来看，我仍然非常看好中国股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.3

能否大胆买入中国？

中国概念股仍然看涨

我本人十分看好中国概念股，原因在于中国的宏观经济受到多种有利因素的有力推动，这里我总结归纳如下：

首先，中国目前GDP增长中大约80%是由劳动生产率提升带来的，只有20%是就业推动的，这是互联网等新技术给中国等发展中国家和地区带来的好处。简单地说，通过互联网学习，效率高，成本低。

其次，中国大陆正越来越关注从中国台湾、中国香港、新加坡等华人社会学习新的技术与知识经验，提升自己的劳动生产率。换句话说，中国人既可以用英语向美英等发达国家学习，还可以用中文向中国台湾、中国香港、新加坡等营商效率高的华人经济体学习，这是中国的很独特的优势之一。没有在境外生活过的人，很难体会这种语言优势带来的竞争力。大家可以反过来想想，叫一个西方人来学习汉语，了解中国市场将会有多困难？这也是为什么投资大师罗杰斯要求他的女儿一定要学习好汉语。

第三，中国企业的国际竞争力正在快速提高。近10年来，大量中国企业进入世界级公司行列，像华为已经成为全球第二大电信设备制造商。中国的高铁技术也进入世界领先的行列。中国企业国际竞争力的增强主要是靠劳动生产率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提升产生的，是中国内在的竞争力，不是可以浮夸出来的。

那么在这种情况下，究竟是A股市场还是H股市场的表现更令人期待呢？

其实，总体趋势应该是两者皆向上。从基本面来看，人民币总体上是被低估的。中国的GDP的增速目前仍然比较快；企业的盈利能力强；中国的科技发展迅速，像华为等跻身世界500强的公司越来越多；高铁与船舶等行业甚至已经开始向美欧等西方大国出口，这些都是历史性的变革，也是中国从低端配件制造加工转向更具附加值的工业制造的明显标志。

从股市来看，两地股市价格总体谈不上高估，从A股2010年的表现来看，也只能算是公允估值，而H股则是被低估，所以A股和H股未来都会上扬。未来3～10年，中国股票重复类似日本20世纪70年代末80年代初出现的牛市情况的概率很大。因此，无论是A股、H股还是红筹股，中长线我都十分看好。

再具体到A股与H股的前景对比。其实A股和H股最大的区别是：一个用人民币标价，一个用港币标价，但H股的外部流通性却好得多，主要是因为目前国际上的主要经济体美、欧、日仍然处于低利率环境，加上量化宽松的刺激，香港有热钱的因素推动，而中国A股市场却面临银根紧缩的趋势，所以在这种情况下，H股以及海外中国概念股的表现可能要好过A股。

此外，目前香港与内地的中国公司股票估值并不完全一致，普遍来看，H股的估值要低一些，估值因素也会使H股在中长期相对跑赢A股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人民币升值带来投资机会

有媒体称我为股市的大“好”友，意思是说我常常看好市场。事实上我并非盲目看好市场和所有的股份。但有一点我特别看好，就是人民币升值因素给中国公司带来的机遇。

我认为，人民币因素是个重要的催化剂因素。如果我们比照日本、韩国、中国台湾在上世纪八九十年代的升值幅度，人民币在未来10年内对美元的汇率上升空间起码在100%以上，人民币的内在价值应该是4块钱等于1美元。

可能会有人问：4块钱等于1美元是怎么算出来的呢？我在此解释一下，目前中国的人均GDP只有大约4 000美元，但是早在上个世纪90 年代初，英国《经济学人》杂志就有文章指出，当时的中国人均国内生产总值按实际购买力应是4 000 多美元。这是什么概念？将近20年已过去了！难道中国的人均收入还在原地踏步？

再看今天的美国和日本，美国人均GDP大约是46 000美元，日本大约是40 000美元。我相信中国相比美国还是有很大差距，但差距不会在10倍以上，5倍就应该足够了。这样算升值潜力的话，人民币兑美元的合理汇率应从目前的大约6.5:1翻一番，升值到3.25：1。打个折扣，4元人民币换1美元也大体上是合理的。大家可能会觉得这是天方夜谭，但从以上粗略的测算来看，随着时间的推移，并不是没有可能。人民币兑美元汇率从6.5 元升到4 元，再累积大约升60% —— 而日本上世纪七八十年代的日元兑美元汇率最高时升了300%～400%。澳元已于2011 年高过美元了，这又有谁能想得到呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我所说的4：1，主要是指理论上的潜力，现实中我也不赞成一步到位升到尽,而是认同政府从就业等角度考虑，采取逐步小幅升值的稳重政策。从投资角度来说，如果人民币大幅升值，从汇率的角度有利于海外中国股票的股价表现；如果采取小幅升值，结果将是中国企业的国际竞争力会相对更加强劲，从而企业的盈利增长会相对更加快速，这会从盈利的角度有利于中国企业的股价表现。出于这样的考虑，我相信无论人民币兑美元是一步到位地大幅升值，还是逐步地小幅升值，用美元或港元标价的人民币资产（尤其是中国股票）长远都有很大的升值空间。

具体到投资机会，像神州数码这种从国外进口产品，在中国售卖的公司受惠较多，而劳动力密集型出口型企业要受损，如纺织、玩具业。其他人民币升值受惠的行业包括航空业。

此外，不少国际分析师认为中国的房地产、银行、保险等人民币资产类股份与行业也会受惠于人民币升值，我也同意这样的说法。具体来说，二三线城市的房地产由于以前价格涨幅不大，现在受惠会比一线城市更多。即使是一线城市，长远来看，房地产仍然是有上升潜力的。

国际热钱难在A股兴风作浪

有人可能会反问，假如人民币升幅诚如你所预言，海外热钱岂不是更会冲入A股市场，可能大举兴风作浪？ 2010年，的确不断有海外资金流入香港对冲基金行业。2010年11月，对冲基金大鳄索罗斯在港成立办事处，虽然尚未开战，但各方似乎已经嗅到烟硝的味道，再结合当时内地官员对于热钱囤集香港

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准备“入侵”的言论，确实有不少投资者会想，海外的对冲基金是不是正准备扫荡A股市场？

对于媒体所猜测的，这些“热钱”是为了赌A股，我认为这样的理解可能有误，很多钱只是到了香港而已，因为A股受到种种限制，还很难成为国际“热钱”的战场。通常越是自由的市场才越可能成为全球宏观对冲基金的战场，一旦政府管治介入市场，对冲基金面临的变数将大增，风险将骤升。大家不要忘了，“对冲”的本义是“避险”，没有哪家对冲基金会犯傻到跟善于主导市场的中国政府对着干。当年亚洲金融风暴，港府金管局手起刀落，索罗斯已经惨败而逃，这么多年都不敢回来，像中国内地如此严格监管，国际大鳄哪里有游动和做空的空间？更何况现在香港已经回归10多年，两地的金融监管合作更为密切，对于大额资金的流向监控只会更有效，大鳄们不会不考虑这些因素。

对于索罗斯的担忧是可以理解的，但到底应该怎么看海外对冲基金对于中国的关注？我们还是应该客观一点，从行业背景来看看这一现象。

据行家称，索罗斯这次来港，潜在地带来至少90亿美元，相当于数百亿港元的资金。其实这只是2010年下半年香港整个对冲基金行业经历大量外来资金流入的一种体现，即使是索罗斯，也只是其中一小分子。如果往前翻两年，在2008年，大部分海外对冲基金是以惨淡收场的；在2009年，许多对冲基金业者也没有得到多少资金注入，整个行业仍然是萧条一片。不要说私募，连新的公募基金产品也几乎绝迹市场。所以我认为，大家要用历史与发展的眼光来看这个问题。

那么为什么2010年会有这么多海外资金涌入香港？仅仅是为了补2008—2009年的缺口吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里又要谈及美国的量化宽松货币政策。该政策执行的结果是，全球发达经济体出现了复苏的势头，而股票市场则大幅反弹。到2009年底，许多对冲基金的回报出现惊人的好转。进入2010年，全球经济复苏的苗头持续，特别是中国在4万亿元的政策支持之下，经济复苏步伐更是在全球名列前茅，但中国的股票市场回升幅度却远远落后于其他新兴市场。在这种情况下，不少国际机构投资者认为，有必要加大中国股票的投资比重。

这种形势在2010年9月变得更为明显，尤其当市场预期美国将会推出第二期量化宽松货币政策时，全球流动性开始急剧向新兴市场进发。这期间人民币升值迅速，海外机构认为人民币将很难继续保持与美元的汇率，否则中国将无法承担过高的通胀压力，因此人民币升值势在必行。而香港是最重要的人民币离岸中心，一些赌人民币升值的“热钱”进驻香港成为自然而然的事。

从股市回报来看，海外资金在2010年流入香港也属正常现象。一直到2010年的8月份，中国内地A股与香港恒生指数均落后于全球其他主要新兴市场，在印度、巴西及新加坡等新兴市场，股指早就接近或恢复至接近金融海啸前的高位，甚至个别市场已经创下了历史新高（例如印度尼西亚、泰国），但恒指和H股指数却还远远落后一大段距离。2010年的9－10月，香港有大量的对冲基金接到海外投资者的认购注资，整个基金行业也再次繁荣起来，这种“热钱”有些盯上世界上涨幅落后的市场。

根据香港证监会的调查资料，2010年在香港注册的对冲基金数目显著增加，前9个月的新申请额已经等于2009年全年数字；截至2010年9月底，香港共有307个对冲基金及2 584位注册人士。调查还发现，国际投资者继续利用香

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

港投资亚洲区内的市场。

尽管海外资金入驻香港的步伐加速，但是正如我们在本节开始所说，这并不能说明海外资金是为了赌A股市场。从现实角度来说，海外对冲基金要进入A股市场，必须通过QFII[1]额度，而这一额度是受到严格限制的。要获得QFII资格，需要在资产规模、经营年限以及投资锁定期等方面满足中国政府的严格要求，这对于对冲基金来说并不容易。

如果不申请QFII资格，海外对冲基金只能通过那些有QFII额度的券商购买A股。简单来说，对冲基金需要与这些券商进行结构性产品安排，通过买入一种称为“参与凭证”（participant notes，p-notes）的衍生品来间接持有A股，但是这种交易以高昂的成本为代价。按近期的业界交易来看，如果基金规模较小，有关成本甚至可能高达4%～5%之上，这绝非一般对冲基金愿意承担。

我们也碰见过有些媒体朋友问，海外对冲基金会不会通过地下钱庄进入A股？我想说，持这种想法的人可能对海外的对冲基金法律架构并不是很了解。虽然对冲基金是私募基金，但它仍然要严格遵守各种监管法规，或许会有小对冲基金通过地下钱庄等方式操作A股，但稍有资质的对冲基金，绝对不会去冒这个险（关于对冲基金的架构、运作与法律问题，读者可以参考本书第六章的内容）。

1. QFII(qualified foreign institutional investor)：指一国在货币没有实现完全可自由兑换、资本项目尚未开放的情况下，有限度地引进外资、开放资本市场的一项过渡性的制度。这种制度要求外国投资者若要进入一国证券市场，必须符合一定的条件，得到该国有关部门的审批通过后汇入一定额度的外汇资金，并转换为当地货币，通过严格监管的专门账户投资当地证券市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股指期货的投资机遇

前面说过，我们看好H股更甚于A股，但其实A股市场自身也在变化，或许会产生一些意料之外的机会。例如2010 年，中国正式推出股指期货与融资融券业务，这项业务的推出对于内地金融市场的发展和完善便有着重要意义。

首先，股指期货给市场参与者增加了投资工具的选择。以前没有股指期货时，参与者只能通过先做多股票(即先买入股票，然后卖出股票)才可能赚钱；现在推出股指期货后，参与者也可能通过先做空(即先卖出股指期货，然后买入股指期货进行主动平仓或到期时自动平仓)赚钱。当然，实际上是赚钱还是亏钱事后才能下定论，但起码增加了一条投资工具的选择渠道。手上有股票者可以选择股指期货来做对冲。无论手上是否有股票者都可以利用高杠杆特性选择股指期货做投机性博弈，但要谨记投机性买卖股指期货的风险更大。

其次，股指期货有利于提高市场效率。参与者可以通过股指期货快速地及低成本地布局对A股市场的介入，看多和看空的不同参与者可以反向操作，这对改善以前侧重单边机制时容易导致市场出现估值过高或过低的极端失衡局面以及提高市场的流通性都很有帮助。

股指期货除了上述对整体市场的正面影响之外，对不同类型的投资者的影响有所不同。机构投资者因其专业优势，比散户投资者在股指期货方面有更多优势，比如在股市下行时可以利用股指期货做对冲来控制或部分地减少投资组合的下跌风险。

举个例子，某投资者有股票投资组合合计市值1亿元，假定其投资组合与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股指沪深300指数是完全同步变动(用专业术语来说，就是假定其投资组合相对于沪深300指数的β系数是1)，如果该投资者预期股市要下跌并想完全对冲下跌风险，再假定他有足够的做股指期货的保证金，那么他应该卖出多少张股指期货来做完全对冲呢？假定该投资者想用于对冲的沪深300指数当月的股指期货报价是3 100点。每1点是300元，1张合约3 100点相当于930 000元(=300×3 100)，计算结果是大约需要108张股指期货合约(=1亿/93万=107.5)。

散户投资者虽然有“船小好调头”的优势，但应充分认识到自己的劣势，以及期货投机输多赢少的残酷现实，需要认真评估自己的风险承受能力，然后慎重决定是否参与投机性博弈，或在多大程度上参与股指期货。如果真的要参与这种交易，还应该努力学习股指期货的有关知识和做好功课，为自己取得好的回报增加胜算。

在股指期货与融资融券业务推出后，嗅觉灵敏的对冲基金已经开始布局了解这个市场，并准备于条件成熟时正式大展拳脚。当然，已有部分海外对冲基金通过QFII 等途径进入了A股市场，有股民因此担心股指期货的推出可能会增加外资对A股市场的影响。其实，大可不必过于担心。由于QFII管道的限制，这种借QFII之路进入A股市场并不会造成太大的冲击。整个QFII额度占A股的市值仍然是相当有限，更何况A股目前抛空的条件有限，即使是有融券交易，但整个交易规模仍小，进入门槛仍然很高，受到监管当局的严格控制。

A股市场的股指期货交易还有一个重要作用：有助于使A股真正与国际接轨。随着中国市场容量的进一步扩大，会计准则也更趋国际化，加上市场的进一步开放，越来越多海外对冲基金正在关注中国的A股市场。而过往A股市场与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境外发达市场的一个区别是缺乏股指期货产品，使得投资者只能靠单边买入赚钱，但现在情况不同了。我认为，在未来相当长的时间里，海外的基金经理需要修补的一个重要课程就是增加对中国市场和中国公司的认识。特别是对冲基金，对于股指期货的关注需要更多一点。

投资者绝不能忽略两地市场互动带来的变化。现在H股受A股的影响越来越大，这种变化在近五年特别明显，特别是在金融海啸之后更为突出。我们越来越频繁地发现，中国的A股市场如果与美股出现了背离，H股很多时候会跟着A股跑。

究其原因，首先是与香港现在的投资者和股民结构有关系。现在越来越多内地人士开始投资港股，他们之中许多人既做H股也做A股，所以A股的变化也影响到他们H股的投资策略。

此外，就是中国内地经济政策和企业运营环境的影响。香港的很多上市公司经营环境是在内地，如果政策有变化，最先是A股有反应，这对港股会有一个启示作用。从企业经营环境来说，中国企业盈利的变化更是直接影响它在香港上市股票的价值。

我相信，股指期货的推出，将会进一步有助于A股市场的国际化步伐，而它所推动的内地、香港两个市场的互动，也可能会带来一些新的投资机会。

新能源成为下一个市场热点

《中国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》(“十二五”规划)中多次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提到了新能源，这个行业目前获得了中国政府很多的政策支持，一旦有新的技术突破，股票上升的空间很大。尽管该行业在人民币升值时受惠不明显，但如果技术经过革新，引起出口额增加，将来会更受青睐，因此是个好的潜在投资对象。

新能源行业目前处于上升的趋势，从2010 年中共十七届五中全会公布的内容来看，新能源在整个中国国内生产总值的比重达到8%，按这个比例来看，投资者可以考虑在投资组合中配置8%左右的新能源股份权重，不过如果看好此行业未来的发展前景，可以再超配。

从整个行业来看，我认为新能源行业在现有的环境下每年营业额可以增长20% ~ 30%，盈利可能会超比例增长，有希望达到30% ~ 50%。如果低估一点，打个对折后，市盈率处于10 ~ 20倍左右的话，这类股份值得考虑。在香港，不少内地新能源股的市盈率目前在10倍以下，所以买进是很划算的，这也是我愿意多买的原因。

如果新能源股的市盈率超过30倍，投资者买进时需要谨慎。比如巴菲特在深圳买的比亚迪，我们就不敢碰，因为觉得这样的高市盈率股票风险比较大，一旦有不利消息就会受影响。

就我自己来讲，目前比较关注的新能源股有创益太阳能(2468.HK)、天能动力(819.HK)和超威动力(951.HK)等。相对其他行业，我们在新能源方面的配置不算少。创益是薄膜太阳能电池的全球前四大生产商，而且拥有大量的专利技术。天能动力与超威动力均在研究新型汽车电池，同时它们目前的电动自行车电池在中国的市场份额均较大，加上我们买入的时候两公司的估值尚不贵，因此持有较重的分量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.4

中国投资者海内外投资策略

在探讨了这么多投资热点之后，关于不同地区、不同股市的具体投资策略，我个人又有什么看法呢？

A股及H股市场——紧跟大势

总体来讲，A股市场在估值吸引人或合理的情况下，中长期应该看好新能源、环保、医药医疗、互联网、高科技、机械和装备制造、资源和原材料等前景较好的行业。在估值不是太吸引人的情况下，看淡受人民币升值不利影响的劳动密集型出口业和前景暗淡的夕阳产业。在近期，建议关注那些对H股股价折让较大，并且估值吸引人的A股公司，比如大型银行股。

而香港市场未来可侧重配置的股票到底有哪些呢？其实在香港投资股票，更多看的是中国内地的经济发展与行业趋势。投资者应该关注未来几年中国将发生的重要趋势和变化来制定自己的投资策略。

首先，对于香港市场未来最重要的一个驱动力将是人民币升值。有关人民币升值受惠的股票，我建议大家可以关注进口业务比重较大的股票，如神州数码(861.HK)；外币债务较多的股票，如航空股；还有人民币资产股，如中国的银行股、保险股和房地产股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其次，随着中国生活水平的提升，以及互联网技术的发展，中国人的生活方式也将进一步改变，特别是离不开互联网的发展；另一方面，从企业来看，它们也将更关注生产效率的提升，以提升自己在行业内的竞争力。

在这种趋势之下，科技公司与互联网公司将会受惠，将更容易获得投资者的青睐。这方面的股票，我建议关注神州数码、腾讯(700.HK)、阿里巴巴(1688.HK，见图5.1)。

图5.1　阿里巴巴股价图(2008年4月—2011年4月)



第三，和发达国家一样，中国正经历人口老龄化的过程，这是个不可忽略的趋势。

美国战略与国际研究中心(Center for Strategic and International Studies，CSIS)在2004年发布的研究报告显示，“到2040年，中国老年人总数将达到3.97

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿，超过法国、德国、意大利、日本和英国目前人口的总和。”而随着中国人口出生率的下降和人均寿命的延长，到2015年，中国老龄人口将占总人口的15%；到2030年，这一比例将升至24%；到2050年，将有近1亿的中国人口超过80岁。

这些都意味着，中国将迫切需要建立起一个与上述趋势相适应的医疗保健体系。事实上，中国政府目前已经开始着手这方面的工作了，我认为未来医疗与保健类行业将会受到政策的大力支持，同时也将进一步获得投资者的热捧。这方面的股票，我推荐新华制药(719.HK，见图5.2)和中国制药(1093.HK)。

图5.2 新华制药股价图(2008年4月—2011年4月)

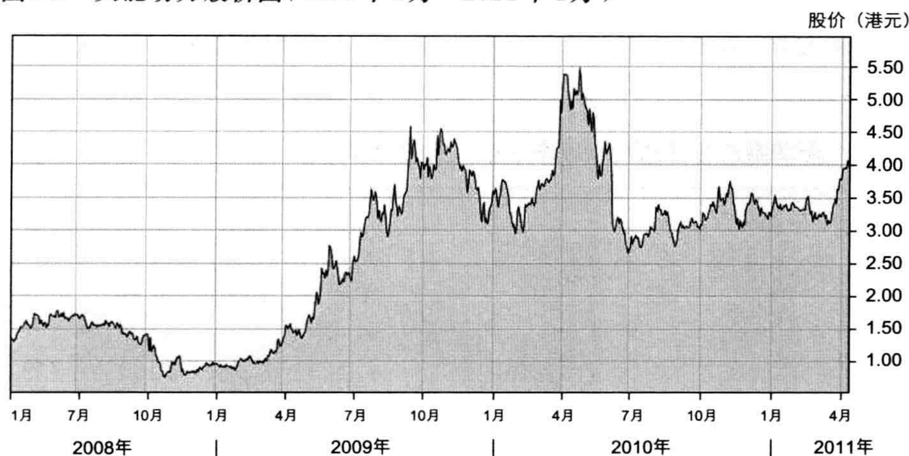


第四个重要的议题是中国的环保产业。不论是近年来的国际石油价格猛涨，还是“全球制造业中心”给中国的环境带来的危机，都让中国政府越来越认识到环保与发展清洁能源的重要性。此外，全球各国政府已经达成“减排”的共

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

识，中国政府是其中的积极参与者，这些都预示着，中国将会在未来几年更进一步发展新能源产业和低碳经济。有鉴于此，我认为香港的新能源股份与低碳类股值得关注。这方面的股票，我推荐天能动力（819.HK，见图5.3）、超威动力（951.HK）、创益太阳能（2468.HK）。

图5.3　天能动力股价图（2008年4月—2011年4月）



第五，中国在2010年刚刚实施了A股的融资融券，并推出了股指期货。对于这一政策的实际效果，目前香港的业界仍然在观察。因为目前这一市场尚未对所有的机构投资者开放，而且有关的交易也需要进一步成熟。但是我认为，随着这些交易工具的推出，A股市场与H股市场之间的价格差异有可能会逐步拉平。在全球范围来看，同一公司在不同的市场挂牌交易的现象很平常，但是由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于套利行为的存在，不同市场之间的同一公司股价相差不会太大。

最后，我相信，随着融资融券交易和股指期货交易的进一步成熟，A股和H股之间的差异也会逐渐缩小。在这种情况下，我建议大家可以关注那些对A股股价折让较大，同时在A股流通市值较大的H股公司。有关这方面的股票，我建议大家可以关注一下中石化(386.HK，见图5.4)和华能国际电力(902.HK)。

图5.4　中石化股价图(2008年4月—2011年4月)



我认为香港的投资者还可以关注上海国际板市场的推出情况，那些有可能回内地国际板上市的股份，可以作为投资的重点考察对象。

有人可能会说，有不少地方的国际板都不是太成功，比如香港的“纳指七

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雄”(戴尔、美国安进、思科、英特尔、应用材料、星巴克以及微软)在香港挂牌已久，但股票成交却极不活跃。其实主要原因是这些公司是美国公司，中国股民对它们不太熟悉。但是上海市场的情况不同，因为内地有大量红筹及H股公司，如中移动等，它们在国内的认知程度比在海外还高，而且国内成交量巨大，未来上海国际板的成交可能会比香港更活跃。

我建议香港投资者可以关注那些有可能回归内地国际板的中资红筹企业，例如中信泰富(267.HK)和中移动(941.HK，见图5.5)。

图5.5　中移动股价图(2008年4月—2011年4月)



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球市场投资主题

对于关注全球市场的投资者，在未来一段时间应该关注哪些投资主题呢？我想有相当一部分和中国的投资主题一致。例如全球发达市场同样面临人口老龄化问题、环保问题，以及互联网的高速发展。因此，相对应的医疗保健股、新能源与低碳类股份，以及具备高增长潜力的互联网公司和科技股都是可以关注的对象。与中国市场不同的是，在全球范围内投资者可以有更多的选择。

从全球的角度来看，有一些投资主题可能与中国市场会有区别。比如就全球宏观经济来看，我认为从2011年开始经济复苏会逐渐明显，而这可能会引发各国政府进一步考虑退市的时间与相应的举措。事实上，从2010年下半年开始，新兴市场的通胀问题已经日渐严峻，并步入了加息的周期，而晚些时候欧美各国也将陆续进入加息周期。

在这种大背景之下，资源类股票有可能会受惠于经济的增长，但是由于新能源的分流因素，本人在中长期并不太看好石油资源。而受惠于资源类的强劲需求，未来像澳大利亚这样的矿产资源丰富的国家，其货币将会受到有力的支持。澳大利亚的澳元的汇率在2010年已经与美元平起平坐，不排除在2011年和以后会有进一步的表现。

新兴市场继续吸引全球投资目光

随着欧美经济的衰退和以中国为代表的东方经济的崛起，世界经济中心将逐步东移，而这将令亚洲及新兴国家的市场进一步受到投资者的关注。目前新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兴市场不论是经济总量还是GDP增长贡献都在全球范围内占据重要的位置，并发挥重要的影响。但是与此不对称的是，掌握大量财富的欧美互惠基金或对冲基金，仍然在它们的投资组合中没有给予新兴市场的证券投资应有的权重地位，目前整个新兴市场的比例仍偏低。

如果世界经济中心继续东移，我们可以预见，新兴市场会进一步受到国际投资者的热捧，那些逐利的西方资本会进一步涌入新兴市场，推高对后者的货币(外汇)需求，这会令新兴市场的货币进一步受到欢迎。

我们还可以预见，新兴市场的城市化将导致农村人口进一步流失以及城市建设的扩容，这两者将对大宗农产品和资源类商品有推动作用。对于大宗农产品，全球变暖所引起的天气异常及气候变化，已然成为当今世界媒体的主流话题之一。对于投资者来说，这将导致一个最直接的结果，就是从长期趋势看，大宗农产品的价格会继续上扬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户，零佣金，不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章
揭开对冲基金的神秘面纱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“随着中国经济稳居世界第二强，以及全球经济格局的变化，未来的投资家应该更好地了解内地的文化与公司，基金界亦如此。在这种情况下，拥有内地背景，同时又懂得海外资产管理运作的基金经理会越发吃香。索罗斯基金在香港的主要操盘手就是拥有内地教育背景的海归，从这点就可以看出，‘内地派’已经引起海外大型对冲基金的关注。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.1

神秘的对冲基金大家族

对于内地读者来说，可能很多人认为对冲基金很神秘；在香港，真正了解对冲基金内部运作的也不是太多。虽然全球几乎所有的大型对冲基金在香港都有“据点”，包括索罗斯这样的大鳄也已经入驻国际金融二期，但大部分人对于这些基金的运作与投资策略，只能从媒体的只言片语中获得一知半解。

从大的方面来看，海外的基金可以分为私募与公募两大类，公募的也称为互惠基金，深究起来，这些基金在分类上是有不少具体差别的，但通常私募基金不太限制投资手法，多数为对冲基金。因此为了描述方便，在本章里如不特别指明，我们把“私募基金”与“对冲基金”互用、“公募”与“互惠”互用。

在外界印象里，对冲基金公司是个颇为神秘的群体。目前这个群体还是以美国资产管理公司为主导，但是近年来，新兴市场的对冲基金也在兴起，而且其中不乏风格犀利的操作者。随着香港越来越成为全球的资产管理中心，正有更多的海外对冲基金向这里靠拢。近几年来，类似我们这样的中国对冲基金也在兴起，特别是内地开放合格境外机构投资者投资后，一些内地资产管理公司也派员过来设立对冲基金，这些都进一步壮大了海外市场的对冲基金群体。

由于缺乏统一的统计数字，现在全球对冲基金手中掌控的资金规模到底有多少，人们众说纷纭。就香港来说，根据香港财库局局长陈家强教授于2010年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12月1日的表述，“目前在香港运作的对冲基金，主要投资在本港及区内的股票市场，所管理的资产约5 000亿港元；根据市场调查，全球对冲基金总资产约有20 000亿美元，相当于16万亿港元。”

对冲基金为什么很神秘？我在自序中提到，对冲基金有不成文的神秘“行规”。大多数同行对于向公众披露信息是有顾虑或有保留的，特别是一些比较大型规模的对冲基金，它们的买卖操作完全有可能左右市场的价格。

一些同行还会担心，公开头寸可能会导致价格风险，他需要避免自己的操作对市场价格产生对他不利的影响。由于对冲基金通常会利用比较高的杠杆，而且他们投资的产品比较特别，即使如我们的中小型对冲基金，有时对某种产品的交易也会占到该产品市场交易的66%以上——比如在2010年的某个时间，香港交易所有关联通的某只期权产品，几乎只有我们一家基金买入。

对冲基金的神秘还源自对其独特的经验与知识的保护。有一些对冲基金的操作策略或其采用的模型在市场上很独特，可能只适合某种特定的情况与特定的产品使用。特别一些涉及套利（arbitrage）操作的策略或模型，要利用市场的无效性来赚取回报，但这种对市场“无效”的判断与每个对冲基金经理的经验及学识有关，是非常独特的行业总结。如果公开这些信息，可能导致策略失效，而不能再获取套利机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表6.1 以资产规模排名的全球前二十一大对冲基金公司（截至2011年2月）

排名	公司名称及所在地	管理资产规模（亿美元）
1	布里奇沃特投资公司（西港，康涅狄格州，美国） Bridgewater Associates (Westport,Connecticut,USA)	600
2	摩根大通资产管理公司(纽约，美国) JPMorgan Asset Management (New York, USA)	411
3	曼氏集团（伦敦，英国） Man Group (London, UK)	395
4	布莱文·霍华德资产管理公司（伦敦，英国） Brevan Howard Asset Management (London, UK)	320
4	鲍尔森公司(纽约，美国) Paulson & Co. (New York, USA)	320
6	高桥资本管理公司(纽约，美国) Highbridge Capital Management (New York, USA)	270
6	索罗斯基金管理公司(纽约，美国) Soros Fund Management (New York, USA)	270
8	Oc-Ziff资本管理公司(纽约，美国) Och-Ziff Capital Management (New York, USA)	263
9	兰冠资本管理公司（伦敦，英国） BlueCrest Capital Management (London, UK)	246
10	西伯瑞斯资金管理公司(纽约，美国) Cerberus Capital Management (New York, USA)	240

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续前表）

11	安杰洛・戈登公司(纽约，美国) Angelo Gordon & Co. (New York, USA)	230
11	Baupost集团(波士顿，美国) Baupost Group (Boston, USA)	230
13	贝莱德顾问公司(纽约，美国) BlackRock Advisors (New York, USA)	228
14	法拉龙资本管理公司(旧金山，美国) Farallon Capital Management (San Francisco, USA)	200
14	King Street 资本管理公司(纽约，美国) King Street Capital Management (New York, USA)	200
16	高盛资产管理公司(纽约，美国) Goldman Sachs Asset Management(New York, USA)	191
17	Canyon Partners(洛杉矶，美国) Canyon Partners (Los Angeles, USA)	190
18	埃利奥特管理公司(纽约，美国) Elliott Management(New York, USA)	168
19	兰斯唐恩对冲基金(伦敦，英国) Lansdowne Partners (London, UK)	160
20	摩尔资本管理公司(纽约，美国) Moore Capital Management(New York, USA)	150
20	文艺复兴科技公司(纽约，美国) Renaissance Technologies(New York, USA)	150

资料来源：彭博

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金的策略灵活多变，针对不同的市场，会有不同的投资方法。业界比较常见的有全球宏观对冲基金、长/短仓对冲、基金之基金(fund of funds)、事件驱动型(event driven)、债券套利(fixed income arbitrage)、股票市场中性策略、新兴市场策略等，至少在10多种以上。几乎每种对冲策略都可以写一本投资故事，其中全球宏观对冲基金和长/短仓对冲基金是最常见的两类。

在实战过程中，上述这些策略变化多端而且是组合运用的，有些靠基础分析，有些则以量化投资路线为主。随着金融创新产品的不断推出，以及为了对付市场监管法规的不断变化，对冲基金本身也在不断发生演变。

这种演变能否成功，与对冲基金能否保持独家机密有关。举例来说，有的基金经理可能会设计一个模型，当恒指现货与期货差距达到50点的时候，就可以进行套利；但也有基金可能就需要期指与现货达到100点之上才进行套利操作，为什么有人认为是50，又有人认为是100？这其中除了用严谨的科学论证外，不同基金经理所处的支持平台不同、金融模型以及自身对冲的策略不同，都会导致上述模型的差异。比如说有的基金可以设计出一小篮子股票组合以拟合恒指成分，该组合在某个时段内可以与恒指行动几乎完全一致；还有一些对冲基金，有特殊渠道获得非常便宜的借贷成本，这些资源都会影响到它们的策略应用，所有这些资源都必须是机密的。前几年，有业内同行曾经利用自己的某项产品投资记录给其他基金的交易员做培训，仅记录资料转让费便收费超过数十万港币。今年初的一次行业交流会上，一个有10多年业绩记录的香港朋友透露说，曾经有某中资基金公司希望把资产交由他们基金管理，愿意在转让高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

额管理费之外，再出一笔高昂的服务费用，但条件是希望这位基金经理向中方披露其投资决策过程，结果被这位朋友拒绝了。

对冲基金之所以神秘，不为公众所了解，除了上述原因，还有基金经理个人的因素在内。有的基金经理因为太忙，没有时间与公众分享；有的基金经理即使有时间也不愿意与更多的人分享投资理念和做法。但也有基金经理(包括我在内)，愿意与人分享，愿意打破神秘“行规”，提高透明度。我相信，在投资者教育越来越普及的情况下，未来的趋势是对冲基金将不再神秘，而且随着时间的推移，将为更多人所认识。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.2

私募对冲基金VS公募基金

说到对冲基金，大家还会想到一个问题，它到底跟我们在市面上看到的一般类型的互惠基金有什么区别？严格来说，两种基金从法律结构层面来看，对投资者的保护是没有太大差别的，但在运营与操作层面则大相径庭。

首先是隐私性。对冲基金相对于普通互惠基金来说，在公开信息方面受到的管制相对较少。但在金融海啸之后，各国都进一步加强了对对冲基金的监管。尽管如此，对冲基金涉及的投资者人数较少，同时这些投资者承担风险的能力相对较强，因此，不像面对大众的公共基金一样受到来自监管部门的诸多管制。在香港，一般互惠基金要定期向外界披露他们的业绩表现，不论这些人是不是他们的投资者。而对冲基金只是对它们的基金投资者负责，只有这些投资者才有权获得对冲基金的业绩资料与管理团队的信息，基金并没有义务向全社会披露信息。

这点从基金最重要的文件——基金章程里也可以看出：香港证监会规定，所有的互惠基金必须向公众提供免费的章程，业界也称为注释备忘录(Explanatory Memoranda)，大家可以在这些基金的网站或办公室获得。但私募基金是不对普通公众推广发售的，投资者想要获得这些文件，或是要申购对冲基金，得自己去主动接触这些海外机构。

需要指出的是，对冲基金看似神秘，但它们同样须向投资者提供经由独立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三方(托管机构、律师行或审计师行)审核的信息资料。就我的理解，其信息透明度与公正性并不亚于互惠基金——甚至有时候我们披露的信息更为详细，包括许多互惠基金根本不披露的业绩指标。这是因为对冲基金需要面对的是更为专业的投资者，需要准备更专业的资料。

其次，互惠基金一般对普通公众开放，而对冲基金则主要吸收专业投资者或富裕的投资者的资金。对冲基金大多是由数目有限的较富裕的投资者成立的，在海外它被归为“另类投资”。买对冲基金的人主要是一些富裕阶层，有大量的不影响生活的资金，希望通过专业的全球资产配置来实现长远的资金增值；抑或是一些高校、慈善社团或拥有大量富余现金的公司，它们不希望被通胀蚕食账面资产，又不愿意花太多时间跟进投资事务，因此直接买对冲基金，让专业的基金经理进行管理。

对于互惠基金来说，即使是散户，只要你达到一个较小的门槛就可以购买；而对冲基金则不然，它吸收的都是专业投资者或者比较有钱的富人的资产，一般最低投资额(即门槛投资额)是10万美元(约78万港币)，有些会要求至少数百万港币。

第三，对冲基金的投资策略比互惠基金更加广泛和灵活。互惠基金很少使用杠杆操作，很少借外部资金来投资，而且对做空(Short Sale)有非常严格的限制，但对冲基金可以对任何允许做空的产品“做空”，在借贷杠杆方面，也远比互惠基金高得多——这也是对冲基金风险较大的地方，杠杆大意味着投入小成本就有可能获得巨大回报。但若看错方向，杠杆过大也可能导致破产。

对冲基金可选择的投资工具比互惠基金更多、更灵活。不同于传统基金可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能大多都是长仓持有证券，对冲基金可以用长／短仓的策略投资股票、债券甚至商品期货。它可以购买几乎所有的交易所产品，甚至是非交易所买卖的产品（如场外交易OTC产品），另外，大型的对冲基金也会拨出5%～10%的资金做直接投资，买入未上市的公司股票，等业绩较佳时退出。2011年，这种情况变得更为普遍，因为二级市场的波动过于频繁，加上回报有限，一些对冲基金选择做私募股权投资，从实业增长中获得高回报。

此外，互惠基金通常是跟住某种指数或某个相关的市场指标，不少属被动型投资，而对冲基金虽然也会常常公布自己与某些市场指标相对比的表现，但在实际操作过程中，它们只追求绝对回报。比如某对冲基金可能会以香港上市的中国股票为主进行投资，但它不会因此而绝对跟住H股指数，按H股指数的权重来分配自己的资金，它甚至不一定只买H股，也可以购买A股股票，或是在美国、新加坡等上市但业务在中国的公司，还可能买卖欧洲债券或美国的商品期货。

第四，报酬方面，海外互惠基金一般只收取固定比例的管理费，但对冲基金既收取某固定比例的管理费，也收取业绩费。业绩费通常为20%，即基金净资产值增值部分或利润的20%，另外80%属于投资者。

20%是否很高？读者可能会想，你替投资者多赚100万元，就有20万元进自己口袋，多赚1 000万元，就有200万元进自己口袋。其实实际情况并非如此。在行内，有个“历史最高水位线”（high water mark）机制，它要求只有基金回报超过历史高位值时，才能够提取业绩费。我们基金目前就采用这种机制。

比如说，基金成立时每股100元，第一年年终升至120元，那么基金经理从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20元(= 120−100)中提取20%的业绩费(即20×20%=4元)。如果第二年年终基金净值每股达到110元，虽然也比初始的100元高出10元，但是却比历史最高水平120元下跌了10元，这样，第二年就没有业绩费了。

有少数对冲基金在收取业绩费上设有对基金投资者更有利的“门槛收益率”(hurdle rate)，如睿智华海基金的门槛收益率为8%，意思是说，若基金成立时每股100元，第一年终升至120元，那么基金管理者可以从12元(= 120−100−100×8%)中提取20%的业绩费(即12×20%=2.4元)。

第五，互惠基金一般通过银行或理财公司认购，甚至可以在交易所买卖(如ETF基金)，但对冲基金则是通过私募进行。在赎回方面，上市交易的互惠基金可以通过在市场上卖出而退出，非上市的互惠基金可以通过较短时间的通知而退出；但对冲基金要赎回的话，一般需要提前通知或预约，而且要付出较高的赎回费用。具体来说，每家对冲基金规定的提前赎回通知期不同，有的短至两周，有的长至三个月，但普遍在一个月左右。

最后，互惠基金规模较大，股东分散，而对冲基金起始规模较小，但股东集中。往往对冲基金经理本人或/和家庭也是基金的主要投资者之一。像我本人或/和家庭就是睿智华海基金的最大投资者。

对冲基金的“软”件准备

在香港组建一家对冲基金公司并不难，但太小的对冲基金公司想要存活下来也不容易。根据我的简单测算，要养活一家以开曼为注册地的对冲基金公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司，即使不计办公室租金等行政成本，每年至少也要有100万港元成本。

这当中最主要的成本是支付给基金经理的年薪。在对冲基金公司里，最重要的资产毫无疑问是基金经理，要寻找一个优秀的对冲基金经理，所花费的成本相当可观，对于一些大中型(例如10亿美元)的全球宏观对冲基金来说，给基金经理年薪100万美元是很稀松平常的事。但也并非所有的基金经理待遇都这么高。通常来说，对冲基金经理年薪过百万港元还是很普遍的。

除了基金经理本身，不少从事量化投资的对冲基金也非常重视交易模型与量化策略的设计。一些从美国毕业的数学或计量硕士或博士经常被对冲基金聘请来设计一些模型，这些科班出身的硕士待遇不菲，起薪至少在数十万港币，好的模型设计师的待遇更是以百万级论数(见图6.2)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表6.2 2010年全球年薪最高的十大对冲基金经理

排名	姓名	公司名称及所在地	年收入（亿美元）
1	约翰·鲍尔森 John Paulson	鲍尔森公司(纽约，美国) Paulson & Co.(New York USA)	49
2	雷·达里欧 Ray Dalio	布里奇沃特投资公司(西港，康涅狄格州，美国) Bridgewater Associates(Westport, Connecticut, USA)	31
3	詹姆斯·西蒙斯 James Simons	文艺复兴科技公司(纽约，美国) Renaissance Technologies(New York, USA)	25
4	戴维·特珀 David Tepper	阿帕卢萨资产管理公司(查塔姆，新泽西州，美国) Appaloosa Management(Chatham, New Jersey, USA)	22
5	史蒂文·科恩 Steven A. Cohen	SAC资本顾问公司(斯坦福，康涅狄格州，美国) SAC Capital Advisors(Stamford，Connecticut，USA)	13
6	爱德华·蓝伯特 Edward S.Lampert	爱德华蓝伯特投资公司(格林尼治，康涅狄格州，美国) ESL Investments(Greenwich，Connecticut，USA)	11
7	卡尔·伊卡恩 Carl Icahn	Icahn资本管理公司(纽约，美国) Icahn Capital Management(New York, USA)	9
8	布鲁斯·科夫勒 Bruce Kovner	Caxton Associates(纽约，美国) Caxton Associates(New York, USA)	6.4
9	乔治·索罗斯 George Soros	索罗斯基金管理公司(纽约，美国) Soros Fund Management(New York, USA)	4.5
10	保罗·图德尔·琼斯 Paul Tudor Jones Ⅱ	图德尔投资公司(格林尼治，康涅狄格州，美国) Tudor Investment Corporation(Greenwich，Connecticut，USA)	4.4

资料来源：*Absolute Return + Alpha* 杂志

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金的“硬”件准备

在基金经理之外，对一家对冲基金来讲最重要的可能是与IT相关的硬件投入。这个行业对硬件方面的需要是刚性的，你很难想象，如果是因为电脑速度过慢而导致无法下单会是什么结果。

对冲基金的规模与投资策略不同，其对办公设施的硬件要求也不一样。像我们这样的以长／短仓为主、偏重长仓的对冲基金来说，由于并不会过于频繁地关注短线的套利机会和利用技术分析做单纯的量化投资，因此我们对于硬件的要求更主要是在于获得股价信息与财经资讯(如彭博资讯系统)。

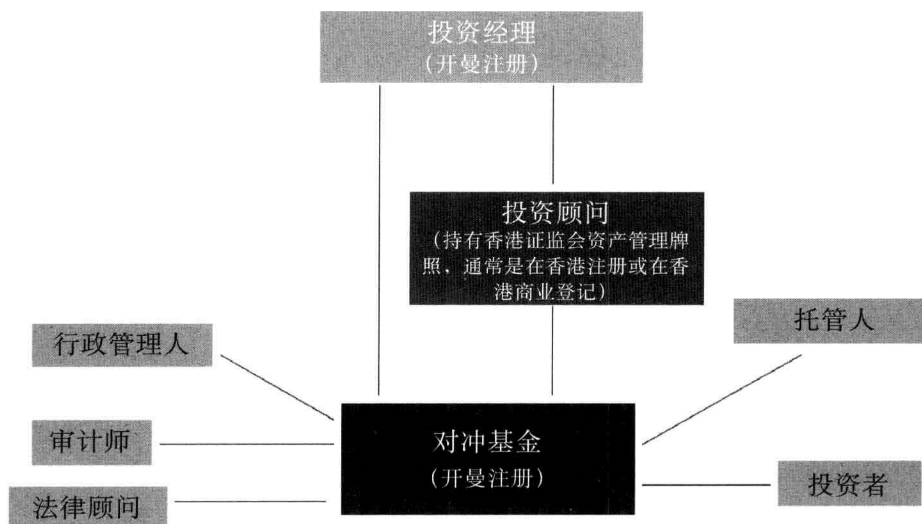
但如果是规模较大的全球宏观对冲基金，它们对于信息传递的及时性要求甚高，因此在硬件配备方面更为苛刻。通常它们对所有的交易系统都进行了备份，同时有两套IT系统，使用的电源与网络运营商是完全不同的，以避免停电或断网带来意外的损失。两套系统平时会经常进行同步操作，以保证每套系统都运行正常。

香港对冲基金的典型架构

香港运营的对冲基金尽管有不同的注册地点(比如开曼群岛、百慕大、英属维尔京群岛、泽西岛等)，这些注册地的共性是“税务天堂”(即豁免所得税和营业税等税务负担)，但多数是在开曼群岛注册，因为开曼的基金法规更成熟，同时比一般的注册地(比如英属维尔京群岛)的监管更严格，从而更容易得到基金投资者的信任。图6.1是典型的在香港运营的对冲基金结构。就我所知，海外中国基金多数也都是沿用此结构图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图6.1　香港运营对冲基金结构图



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.3

一个对冲基金经理的一天

对冲基金经理的日程表

大家可能会比较好奇，对冲基金经理到底过着什么样的生活？他平时几点上班，几点下班？主要做的事情是什么？需要跟哪些人打交道？他需要出席哪些场合？从哪里获得信息？他的主要投资“战场”在哪里？

相信在不少人的印象里，对冲基金经理或许是电影《华尔街：金钱永不眠》里的形象：西装革履、口叼雪茄，坐在满是落地窗的办公室里指挥操盘。电影毕竟是电影，实际上对于经常要操盘的对冲基金经理来说，着装其实是比较随意的，更多的时间是在观察市场动向。

有一些国际同行甚至在招聘广告中明确表示：“本公司讲究人文关怀，便装上班”，或是“无须应酬，只需关注交易”。

当然，要了解信息，必要的应酬还是应该的。据我所知，我们行内朋友的工作时间一般都要超过8个小时，除了看盘的时间，也有少量的应酬。

就我自己来说，通常时间是安排得相当紧凑忙碌的。若不出差调研或少数情况下需早去公司开会或见客户，一般情况下，我一天24小时，除了晚上睡觉7小时左右和早中晚三餐合计大约2小时之外，每天大约有14～15个小时用于工作或与工作有关(上下班交通时间约1.5小时大体上也可以计入工作时间，因为3G时代用手机上网很方便，我上下班路途上也基本是在浏览新闻和搜索有关公司或有关行业的新闻报道)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的一天行程表

早上7:00

起床，迎接新的一天。

早上7:00 ~ 9:30

股市开市前，我会看香港的电视新闻和财经报导(如彭博电视)，选择性地阅读《香港经济日报》，同时还要看彭博终端机(Bloomberg terminals)上有关周边市场指数、汇率、国债息率和资金流动情况及主要影响因素等的信息。然后我会浏览香港交易所和百度网站，看看我所感兴趣的公司的公告和新闻报道，以及中国和国际的重要经济数据和重大新闻。比如在2010年11—12月期间，我就比较关心通胀问题和朝韩局势。

在这段时间，我也会选择性地看一下公司电子邮件，包括来自各大行分析员涉及我们的投资组合或需留意的股票的报告。有时也与我们内部分析员讨论一下关于股票的某些重要资料和投资策略。

综合上述有关信息后，我会结合自己的经验及思考，形成对香港股市(尤其是H股)一个大体走势的判断，随之形成一些投资策略，比如H股指数期货今日是做好还是做淡，做多少？某些具体个股是否需要调整仓位？等等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

早上9:30 ~ 11:30

开市后，我主要进行交易(买或卖)和看盘，也会看有关新闻和公司邮件，或通过电话或电子邮件与同事沟通。

交易可能是通过互联网或打电话落单，也可能通过公司内部的交易员落单(例如通过彭博咨询系统向证券行落单)。看盘过程中，我会根据股价变动情况及相应的估值变化，迅速决定是否换马，以及是否对部分仓位高抛低吸。有时根据外围市场的主要指数变动和有关新闻，可能频繁地对H股指数期货或期权做买卖交易(包括差价交易)。

早上11:30 ~ 12:00

我一般早上11点半才出门上班，约12点到公司。这是我个人的特点,我喜欢晚点上班，这当然不是因为偷懒，主要是为了错开上班的高峰。香港地铁在高峰期非常拥挤，很不舒服。并且我认为，开市之前应该更多地研究有关信息，尽可能形成较多的成功概率较高的交易想法，开市之后伺机付诸实施。

中午12:30 ~ 1:00

在公司会议室吃免费的午餐。期间同事们海阔天空谈论时事新闻或交流对股市的看法，胡野碧的幽默言语逗得大家哈哈大笑是常有的事，这也是“睿智金融，快乐人生”公司文化的组成部分。有时也外出与朋友饭局沟通交流。

顺便说一下，香港午餐时间也往往是业界朋友沟通交流的机会。在香港，不少IPO的投资者见面会均安排在中午饭时间，业界不少人认为，这样既吃了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

饭，又获得了信息。香港的这种做法更多是迎合了西方人的习惯，但是与东方人，特别是与传统的中国文化习惯并不一致。通常中国人会把吃饭当作休闲或是交友的机会，而不是当作研究某家上市公司的机会，中国人也并不喜欢边吃饭边看财务报表，或是听上市公司的主席做演讲。不过没有办法，这在香港已形成惯例。

在2010年，新任港交所行政总裁李小加开始大力推行交易时间改革，将香港交易所的时间延长，与内地同步，其中一个办法是缩短香港的就餐时间——这是一个改变资本市场长期积习的做法，因此在香港遭到了巨大的反对。因为除了长期的习惯，这里还涉及不少实际利益，例如财经公关公司今后可能只有更短的时间可以安排投资者见面会，或是只能给公司主管较少的时间介绍自己的业绩；对于股票经纪人来说，可能影响最大，他们的午休时间被大大压缩，这些都导致不少港人在报章媒体上反对港交所的交易时段改革，不难想象，李小加的压力其实是很大的。

我本人倒是希望李小加获得成功。就我个人来说，是不是有分析员的午餐会并不重要，因为我们朋友之间也会自己中午找个地方吃饭交流，有时就在办公室里进行，边吃边聊，往往这个时候也是交流信息的时间。我还是比较喜欢这种轻松的交流方式，常常你自己对市场会有判断，但别人也会有判断，有时候需要互相启发。有一些比较熟悉的机构销售人员也会约在中午或是午后跟我们做沟通交流。

下午时间：

除了交易和看盘，下午我也会处理一些公司事务，最主要是与分析师交流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

讨论有关投资问题和给分析师们布置近期的分析研究工作，还有作为公司董事需签署某些公司文件(如董事会决议等)和支票，或作为公司牌照的负责人员签署某些监管文件(如FRR等)。

我和外界的更多的交往主要时间是在下午收市之后，通常财经公关们会把香港的业绩发布会或与公司主管见面的活动安排在这个时候召开，否则能参加会议的分析师或基金经理会很少，大多数人还是需要看盘和交易。下午收市后，我仍然会观察其他外围市场的变化(因为可能选择性地做一些全球性的投资，比如曾投资过英国、美国、印度、新加坡、韩国、中国台湾等地股市或期货市场的某些产品)，也要深入研究某些公司的资料。

晚上10:00 ~ 12:00

我通常会在公司待得比较晚，晚上10点左右才会离开办公室回家。在晚上12点睡觉之前，除了看1小时左右的电视(如凤凰卫视的全球连线节目和香港本地的新闻节目)，还要看一下彭博咨询系统上其他市场的表现，必要时选择性地做一些全球性的投资。有时会看盘或交易到凌晨1点再休息。

从我的时间安排可以看出，尽管有一些应酬，但我平时和外面的基金经理沟通交流不算太多。不少人可能会想，对冲基金经理是否经常交换信息？实际上这种情况可能并不多见，至少我不是。这也可能是因为我对自己的分析判断信心较高，并不希望从业界同行套到特别信息。即使跟同行交流，我也不是想听他们的建议，而主要是一种头脑风暴(brain storming)，从而得到启发——他们提及的信息或想法，可能给我提供了一个研究某公司的思路，或者对另一家公司有一个交易的想法或启发。因此通常我会关注他们的依据，而不是观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.4

想入行，你准备好了吗？

讲了这么多，相信一定有不少志在基金业大展拳脚的朋友希望了解更多进入这个行业所需具备的职业特质。我个人认为，无论是对冲基金还是互惠基金，基金经理所需要的素质其实是大同小异的。通常来讲有五个方面：多元化知识结构、丰富的个人经历、性格中需要“生猛”元素、要注重独立思考、拥有良好的人品。

一、多元化的知识结构

从知识结构来看，经济、金融、会计、金融工程和工科出身的人会较有优势，但并不一定只有学习这些专业的才能做得好。关键是对于经济和金融现象的反应要快，能够把握这些因素的内在逻辑关系，如果你能做到这一点，即使不是学金融或是经济学出身的，也可以从事投资行业。

了解财经知识是不是就够了呢？当然不是。我自己观察留意过，业内做得比较好的对冲基金经理，他们的兴趣除了财经类的事务，还对哲学比较感兴趣，对历史也比较感兴趣。大家可以看看巴菲特和索罗斯，他们动不动就提到哲学问题。而著名投资者家罗杰斯则是学历史出身的。

学历史的人有一点和学哲学的人一样，他们都知道，事物不是固定不变的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而是在运动中发展变化的，他们的脑筋比较灵活，动态的观念比较强。这些人比较容易理解：在一定条件下(比如船正在下沉而人们争相逃命时)，一箱黄金的价值还可能不如一块木板。

哲学与历史有助分析市场

现在有些大学生不太重视哲学课程，以我自己的实际经历，建议今后想做基金经理的大学生培养起对哲学和历史的兴趣。

从某种程度来说，股票投资实际上也可以从哲学方面来理解。股票的价值与价格可以视为物质与意识的问题。很有意思的是，许多人的脑袋里想到股票，第一反映的是股价，而不是股票价值。

除了基础知识和善于思考，还有很多人问我，做基金经理是不是需要考取一些证书，像特许财务分析师(Chartered Financial Analyst，CFA)、注册会计师(Certified Public Accountant，CPA)还有国际注册会计师(Association of Chartered Certified Accountants，ACCA)之类？要不要掌握复杂的金融工程知识。

对于这个问题，我想并没有唯一答案，有好过无，但未必是必需品。总体来说，资本市场是高度抽象的东西，基本上来看，基金经理还是硕士、博士等高学历的人多一些，因为资本市场很多东西都是用符号来代替，背后有一些高度抽象的东西，如果文化程度太低的话，理解起来很困难，成功的概率就会比较小。

有人会说香港巨富李嘉诚没上过大学，但是也成功了。我觉得今后这种成功的几率会变得更小，而且李嘉诚虽然只是初中毕业，但经常自学，能用相当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不错的英语回答外国记者的提问，他实际掌握的文化程度，可能已经超过了大学的水平。

再说金融工程，其实就是金融和数学量化投资方面结合起来。个人感觉，电脑、数学好，又懂一些经济金融，会是一个优势。比如说我们就经常需要通过设计电脑程序来批量计算市盈率和市净率等指标。另外，我也认为数学和统计学这类量化分析基础知识对做基金经理很有用。虽然基金经理不一定需要是个建模高手，但是懂一点建模和编程会更好。

知识要灵活运用，不可太僵化

另外，在买卖期权的时候，需要用到布莱克－斯科尔斯期权定价模型(Black Scholes Option Pricing Model，BS Model)等，你要知道这些公式的假定和应用条件，要知道其缺陷在哪里。如果没学过正态分布、概率等知识的话，对布莱克－斯科尔斯期权定价模型是不容易理解的。另一方面，也不能头脑太僵化，要知道事物在一定条件下会转化，不能静止地看问题，要有这种意识和概念在里面。

对冲业界最具数学和技术才能的也许要数文艺复兴科技公司(Renaissance Technologies Corp.)的当家人西蒙斯(James Simons)，他是从数学教授转为做对冲基金经理，据媒体报道，他管理的大奖章(Medallion)对冲基金年均回报率高达34%。根据外界的披露，他就是用纯数量的方法来进行操作，只做短线买卖，而且他手下的员工几乎清一色是数学家、统计学家或物理学家的背景。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、丰富的个人经历

从经历来看，一个好的基金经理，经历也不能太单纯、太少。相关的行业经验要丰富，头脑要灵活。

目前市场上做得较好的对冲基金经理，通常是有非常丰富的多元领域投资经验，比如不仅仅做过股票投资，还做过债券买卖或货币交易，又或是有多行业的工作经验，如做过投资银行、企业管理咨询，又比如有过丰富的分析师经验，同时也在企业里做过，或做过直接投资，接触大量的企业与经营管理，懂得如何尽快抓到一家公司的重点。

海外还有不少对冲基金经理是交易员出身，他们的市场敏感度较好，其背后往往有大买家，喜欢做短炒。另外不少交易员是财经专业的，他们从低层做起，买卖很辛苦，往往基金经理只给他们一个大的投资决策，具体价位要自己决定，实际上他们得经常观察盘面及市场的供求关系，对于市场短期的资金流动异常敏感，他们短线积累的经验比较多。

交易员的收入有时是靠佣金，有时是靠赚取差价。对于基金经理来说，本来用1.5元抛掉一个股票都行，但他们有时能给你做到1.55元或1.6元，因为他们对市场的短线分析判断有自己的一套，所以基金经理在执行过程中，肯定愿意多给交易员一些奖金，因为他们有自己的附加值。

2010年，美国通过《金融监管法案》之后，如高盛、摩根士丹利以及美林等大型国际投行的自营部门均进行了调整，有交易员便跳出来成立对冲基金公司，自己做基金经理。据本人了解，这些交易员的“吸金”能力都不错。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么很多交易员容易成为对冲基金经理？这或许与这个行业的特性有关。这是个高度竞争的行业，而且需要对市场波动有高度的敏感性，仅仅凭借技术分析或基本面分析都是不够的，一定要能将两者很好地结合起来——正因为如此，那些能生存下来的交易员大多是具备这种特性的，而等他们经验更丰富时，来管理一个对冲基金又是水到渠成。

笔者认识不少这样的对冲基金经理。其中有一位年轻时曾做了两年的债券买卖的交易员，替美国最大的国债承销商之一在香港卖债券。这位朋友回忆大行交易员的生活时总说，那不是一般人的活法。刚入行时，每天只能睡4点～7点的这段时间，剩余时间基本上要盯盘或进行交易，所有人，包括公司的女职员，都是买了一打的衣服，每天在办公室洗澡，一天一换，然后周末打包一起洗。他们经常是忙得连打的回家的时间都没有，得24小时盯着路透社的盘面，吃饭就订盒饭。早年中环的办公室还很少，不少人把豪华的文华东方酒店当办公室和食堂（比起他们庞大的交易佣金来说，这些成本根本不值一提）。

真正挺得住这种辛苦的人不多。早年很多交易员挺不过三个月就会被炒掉，生存太不容易，不仅要体力，还要有脑力。只有那些既擅长基本面分析，又善于发现短期市场脉搏的人才能生存下来。

除了交易员，香港有些对冲基金经理曾做过实业公司老板，或直接投资的基金经理，还有一些是股票经纪人或大行的分析师，真是五花八门。当然，近年来不少对冲基金经理从股票市场起步做起，但他们大多也是要从买方分析师做起，至少做三五年，跟踪过几个不同的行业或公司，然后再逐步升到更高级的投资策略部门。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相比之下，内地由于资产管理业务起步较晚，目前基金经理的路径似乎更单纯一些，很多都是学校毕业后直接进入证券公司做股票分析师，再过三五年就变成基金经理，很少有人有多种产品或多元市场操盘的经验——近年来，由于大量阳光私募的兴起，挖走了大量成熟的基金经理，加上大量基金经理向海外发展，内地基金经理团队出现了异常不稳定的变动。在这种情况下，一些分析师甚至只有两三年工作经验的也能被提拔进入基金经理的队伍。

不少海外的中国对冲基金经理都是有非常丰富的行业经验的。有的是原交易所的上市科主管，有的是自己做了多年的证券公司董事，有的是做了多年的财经数据分析，然后又在上市公司里做分析员，最后才进入资产管理公司做基金管理。在2006－2007年间，由于市场表现良好，有一些熟悉市场操作与资产配置的股票经纪人也获得了他们客户的支持跳出来自己开业。由于他们与客户是多年的关系，相互比较信赖，即使碰到一点小挫折也不会遭遇大笔的赎回压力，因此在这个行业内也能做得不错。

对冲基金经理这个行业年轻人很少见。因为太年轻的基金经理很难让客户放心地把钱给你管理。就这一点来说，香港不少基金经理很羡慕内地的年轻同行，仅仅做了三四年的分析师便可以掌管高达数亿甚至几十亿元或上百亿元人民币的资产。但在香港，这如果不是天方夜谭，也是相当罕见的情况。

三、性格中需要“生猛”元素

比较优秀的基金经理喜欢独立思考，这在外人看来，某种程度上甚至是“固执己见”，但内在因素是他觉得自己对一些问题的思考逻辑更有道理。比如他认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为某种趋势可能会发生，而即使这需要很长的时间才会出现，他也能固执地坚持下来，并且借助杠杆去赢得巨额的回报。这也许可称为择善固执。在香港市场上，成功的基金经理多少都有点个性，或带点“生猛”的元素。

个性也会影响到投资风格。对冲基金里不少人是走“生猛”路线的，这体现于他们在认准一个看法时，敢于用异常高的杠杆去做短炒，索罗斯当然就是头号猛人。

如果仅仅是生猛而不讲原则，其结果往往未必尽如人意，甚至可能会赔上所有身家。杰西·利佛摩(Jesse Livermore，著有《独步股坛——“投机之王”狙击价格方程式》一书)就是一个例子，这位伟大的投机者甚至在对冲基金诞生之前，就已经熟练使用极为进取的做空方式，为自己在短期之内赚取了丰厚的回报。他因投机而破产，又因投机而再度暴富，鼎盛时期连摩根财团都不得不请求他不要再做空市场。如果他在“生猛”的同时，能谨守自己总结的安全法则，便不会出事，但他最终由于放弃了自己的安全投资法则，栽在过度生猛的投机操作上，最后吞枪自尽。

大家不要误以为那些做空者便不崇尚价值投资——他们同样会进行价值评估，以决定买卖策略，只是他们的操作策略里加入了更短期的技术成分，以及市场心理方面的判断因素。试想一下，当年索罗斯之所以敢对英镑发动阻击战，不正是因为他充分研究了英镑的“价值”吗？

从某种角度来说，做空也是一种基于价值判断的策略，只不过它与大多数人的常态思维不同罢了，而一旦你从做空中获利，并熟悉了它的规律，你会发现，它也可以成为投资的利器，当然如何把握其中的度，就因人而异了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、要注重独立思考

基金经理对自己负责的最重要的体现，就是有独立的思考。对于基金经理独立思考的重要性，前文有不少例子已经阐述过。我想再提醒这一点——因为在内地，有朋友听到我的故事后往往会问，你的成功投资，是否获得了业界的内幕消息，或从同行中探听？甚至有人会想当然地觉得，基金经理应该很擅长与公司打交道。

我不熟悉内地行内的情况，但在香港，社交手段高超与否，对于一些专业的基金经理来说并不重要。很多时候，他们完全处于自己的世界，以至在外界看来颇为神秘。当然，其中也有人不擅交际——这也没什么可遗憾，毕竟全才或多才多艺的人，本身就是小群体。包括巴菲特本人，都曾经因为口才不佳，而不敢跟女生讲话，他为此还专门花钱去参加一个改善口才的培训班。

对基金经理来说，最重要的因素是对风险和回报是否具备辨别力，而且是否能果断决定自己在什么时候愿意“下注”，特别是在赢面甚大的时候，他敢去“下注”，他内心有这个勇气去bet heavily（下较大的赌注），愿意承担这个风险，这个更重要一些。如果不是经常独立思考，他们可能也不会做出下重注的决定。

我本人不太关注交际，而是更重视独立思考，不人云亦云。通常在与分析师或其他基金经理同行的交流过程中，我很少直接受到他们观点的影响，但我更留意他们观点后面的依据，看谁的依据更切合实际、更有道理。

至于观点，不外乎上升、下跌、横行，不同的是持三种观点的人的比例。当然，如果再细分，认为上升或下跌的人当中，预测的上升或下跌幅度也不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同。既然观点无非属于三种之一，不如把重点放在思考依据是否有道理上。正如巴菲特所说，当自信积累到一定程度的时候，是不太需要问别人观点的。

散户往往不喜欢独立思考，而喜欢打听消息，问别人买什么、卖什么。我刚到香港的前几年，也经历过类似阶段，当时经常与别人沟通信息，几乎每天都与别人交流心得。好处是可以获得更多信息，但坏处就是你向别人拿取信息时，如果他的水平高，你可以受惠，但如果他水平不如你，你的时间效率就没那么高。

当然，我现在虽然已经过了散户的那种阶段，而且我也不是否定所有的沟通与交际，但是我仍然觉得，人的时间有限，你要做取舍。敢于取舍，也是独立思考的一个重要表现。

有些基金经理也有类似散户的情况，用过多的时间看分析员的报告，相对地自己研究和独立思考的时间就偏少。

对于分析师和股票经纪人的报告或推荐，我一向甚为谨慎对待。大家如果看过瑞银中国投资银行部副主管张化桥的《投行分析师的叛逆宣言》就会明白，很多分析师的推荐报告与建议，并非因为这只股票真正出现了值得投资的机会，而是因为他必须这么做，才会让机构投资者留意到他。

让投资者对自己负责、对自己的投资负责，说起来似乎容易，其实很难做到，因为投资需要花大量时间研究，而人总有懒惰成分，对投资产品的研究会因个别专家或投行人士的推荐而忽略。包括一些资深投资者，都可能会在这方面犯错误。香港在2008年金融海啸爆发之后，涌现出了大量的雷曼迷你债券苦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主和累股权证的苦主——笔者很惊讶地发现，在这个群体当中，有很资深的投资者，甚至是上市公司主席。

这说明投资者有时很易轻信于人，而且很盲目。他们根本就没有看过产品的买卖合同，很多人甚至连开户文件(俗称签名见证)都没有仔细看，就允许投行的销售人员代自己买入大量的产品。

这些投资者非常值得同情，但是我仍然要强调一点，如果不能把握自己、偏听偏信、人云亦云，那你只是“羊群效应”里的“羊”，而不可能成为击败市场、跑赢大市的那些15%的优秀基金经理。

再举一个业界的例子。经济学家谢国忠是有名的“大淡友”，如果根据他的评论或建议，很可能很长时间内你都不用买股票或买房子，这也是为什么会有内地媒体给谢国忠冠上“空军司令”的原因。但我想告诉大家，在香港的基金经理中，有相当多的人对谢国忠表示认可，因为大家欣赏他的独立思考。作为一个经济学家，他为机构投资者提供了一种思考的角度，这是更为重要的地方。

说到底，一个好的基金经理首先要对自己负责，永远不能推卸责任，要面对自我，以便更好地总结经验教训，这样才可更好地对基金投资者负责。

五、拥有良好的人品

从人品角度来说，一个成功的对冲基金经理可以不太懂得交际，也可以固执己见，但应该诚实，诚实是好的基金经理的重要品质。在这方面，巴菲特是一个好榜样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在业内，好的基金经理普遍都比较诚实——因为不诚实的话，对自己总结经验教训都不太有利，比如哪一次你看错了，就应该主动承认是自己眼光的问题，不能说是别人给你推荐错了，因为投资是你自己的事情。投资失败，首先要肯定是自己错信了别人的话，而不是去责怪推荐人。

注重诚实的另一个重要原因是它与资产管理、受人委托的行业性质有密切关系。防治欺诈和保护投资者利益，是证券监管当局的重要责任，相应地要求从业人员在品质上要诚实。从这一点上说，对冲基金也应该采取高透明度的做法，投资者也应该要求其基金经理披露投资理念，不应贪图表面的高回报或低风险而默认基金经理的神秘主义，这么一来，类似前纳斯达克主席麦道夫的诈骗事件[1]就可大大减少。

---

1. 美国纳斯达克交易所前董事会主席伯纳德·麦道夫通过其经营的对冲基金，用高回报、低风险引诱投资者，同时用后来投资者的资金偿付前期投资者，诈骗客户500亿美元，成为美国历史上涉案金额最大的“庞氏骗局”欺诈案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.5

内地派对冲基金人才崛起

“内地派”基金经理日益受捧

随着中国经济稳居世界第二强，以及全球经济格局的变化，未来的投资家应该更好地了解内地的文化与公司，基金界亦如此。在这种情况下，拥有内地背景，同时又懂得海外资产管理运作的基金经理会越发吃香。索罗斯基金在香港的主要操盘手就是拥有内地教育背景的海归，从这点就可以看出，“内地派”已经引起海外大型对冲基金的关注。

目前，在香港上市的公司大部分都来自内地，或者拥有强大的内地业务，很难想象，如果一个分析师或基金经理不了解大陆文化，仅凭表面的财务资料，怎能把投资做好？

其次，中国的资本市场国际化步伐正在提速，相信未来会有更多的管道让海外投资者参与其中。具有内地背景的人，对境外投资者来说，占据的优势会更多。

显然，要去投资中国概念股，需要深入了解中国市场及公司脉搏，以及公司在其所处行业中的地位。因此从中国内地出来的人，无疑比外国人及未进入内地市场的香港本地人有优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比如，早年腾讯在香港上市的时候，几乎无人关注，不要说老外了，即使是香港人之中，也没有多少人使用QQ的，但是从内地来的人，大家基本都知道这个产品，明白它的市场潜力，所以当年买腾讯的，很多都是中资基金，结果这个曾经被海外基金忽略的股份，如今已经成为恒指的成份股，股价从2005年5月的约5.5港元，升至2011年4月的230港元，已经翻了近42倍。

有内地背景的中国留学生，会否在基金管理行业中占据更多的优势呢？这个不好下断语，但总之，我相信有内地背景的基金经理，不管是有留学背景也好，没出过国的也好，相对于纯外国人的投资者，投资内地与香港两地的中国股票时，所占的优势会更多。

有人可能会想，如果中国内地背景真的这么重要的话，是否从A股打拼过来的基金经理直接到海外做对冲基金可能会更好？

这个问题较难回答——当然，如果后者能把对A股公司的理解，结合海外市场的操作经验，对于提升业绩是很有帮助的。遗憾的是，我们内地市场上尚不具备真正意义的对冲基金，虽然内地市场也不乏在货币和期货市场做淡仓的高手，但内地真正的股票型对冲基金在我写这本书的时候仍然没有出现，因此从A股直接到海外做对冲基金可能需要一段时间的适应期。

内地与香港的资产管理仍具差异

此外，就从事对冲基金管理而言，内地与香港这两地的资产管理公司从具体形式到理念上，仍然存在很大差别。以下是从现有公开资料可以看到的一些不同之处：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先是投资标的不太一样，与此相关的经验与技能也完全不同。在内地，目前与海外对冲基金最接近的是阳光私募基金，但阳光私募也只是做内地市场的证券而已，投资境外H股的钱根本出不来，或是很难大规模操作。从灰色通道出来的，我们就不好判断。在这种情况，基金经理投资A股的经验能否照搬到H股？这个问题的答案，正如我们也不能简单地把H股的经验照搬到A股一样。

在香港，对冲基金的投资范围非常广泛。从交易所产品到场外交易[1]（Over-The-Counter；OTC）产品，还有近年来兴起的高频交易[2]（High Frequency Trade）都应有尽有，基金可以通过经纪商买入全球各地的资产，或是通过黑池（Dark Pool）迅速将手中的大额持仓进行转化。这种多元化配置资产的能力，以及迅速在不同的市场与资产类别之间进行切换的经验与技能非常重要。

第二，基金与资产管理公司的架构不一样。内地的阳光私募目前主要通过信托公司操作。表面上，信托公司才是基金经理，而投资顾问是提供建议的，而且监管机构对于这种投资顾问的资质与要求规定也不多，内地现在的这种做法其实很不规范，今后肯定还有许多要理顺的关系，规范长远的法律问题。

在香港，尽管基金有公募与私募之分，但作为资产管理公司，面临的都是

---

1. 又称柜台买卖或称店头市场，有价证券不在集中市场上以竞价的方式买卖，而在证券商的营业柜台以议价的方式进行的交易行为。这种交易方式有许多形态，可以根据每个使用者的不同需求设计出不同内容的产品。同时，为了满足客户的具体要求，出售衍生产品的金融机构需要有高超的金融技术和风险管理能力。

2. 是指从那些极为短暂的市场变化中寻求获利的计算机化交易，比如，某种证券买入价和卖出价差价的微小变化，或者某只股票在不同交易所之间的微小价差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非常严格的监管。大体上来说，海外对冲基金的法律架构比较规范，香港证监会的监管也比较严格，在信息披露、从业管理以及风险防范方面，对基金经理的要求更高。

当然，最具差异性的是投资理念的不同。相对来说，在内地的环境中，可能所谓的“庄家”起的作用更大，这也导致一些人似乎更愿意去了解谁在坐庄、所谓“庄股”的习性如何之类，对于通过自己辛苦的研究去发现个股价值，投资者给出的权重似乎还不足。

在其他领域，同样有类似的理念差异。举个例子，以打新股为例，内地A股市场普遍是非常踊跃的，很多人都会去抽签，因为大家基本上都认为，中签就等于稳赚了。而在香港情况就不同，热门的股票经常买不到，而且往往在市场很热、中签率极低的时候，抽中的新股也有可能是亏损的，搞不好还会跌破发行价。因为首次公开募股的公司看到股票热卖了，很可能会选择较高的定价区间，留给投资者的“水位”便很有限。香港股市发新股而跌破发行价的例子数不胜数。在香港市场上，即使大盘非常好的情况下，也并不是所有的首次公开募股都赚钱的。

现在内地的投资者，不论是散户还是一些机构，相对来说都没有国外基金那么普遍重视估值(valuation)的作用——并不是说他们不重视这个因素，而是没有把这个因素提升到一个足够高的地位。当然相比以前，在价值投资方面也有明显的进步。

我相信，随着时间的推移，价值投资在内地投资者心目中的作用会越来越大，信奉价值理念的人会越来越多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

张承良掌舵的睿智华海对冲基金，曾以237%的年度惊人回报率从全球2 333只对冲基金中脱颖而出，高居全球第二、亚洲首位。作者于伦敦、香港金融界摸爬滚打近二十年，凭着对中国市场的深刻理解以及对国际市场的潜心研究，融合巴菲特与索罗斯的投资精髓，创造出成功征服内地和香港股市的"低估值 + 催化剂"投资模式。

本书为作者首部投资著作，书中全盘公开其选股秘诀，配合以多个实战案例，详尽解析作者的选股过程，告诉你什么才是真正适用于中国市场特色的投资之道。

作者更是打破行业禁忌，完整解密对冲基金的操作密码，全方位呈现对冲王国的盛世繁华与战场硝烟。

张博士的体内流淌着一名优秀基金经理的血液。睿智华海基金每年都大幅跑赢大市，是张博士长期钻研、琢磨、苦读和修炼后综合实力的体现。

—— 胡野碧　睿智金融集团有限公司主席

此书揭开了对冲基金的神秘面纱，张承良博士用机构与散户都能理解的故事来介绍自己的投资策略与投资哲学，令人耳目一新。

—— 秦朔　第一财经传媒有限公司总经理、《第一财经日报》总编辑

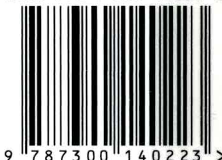
能吸引人一口气读完的书不多，张博士写的这本书我一个周末就读完了，颇受启发！我算张博士的同行，从业近二十年了，深切感知投资是易知难行、易懂难精的行业，上可以探索哲学高度的"道"，下可以追求技术层面的"术"。我觉得张博士将"术"和"道"糅合得非常完美！

—— 钟兆民　东方港湾资产管理公司董事长

《买入中国》以实战结合理论的方式，多角度全方位阐述了优秀基金经理投资取胜的方法和经验，是投资人士的良好读物。

—— 殷克胜　金鹰基金管理有限公司总经理

上架建议：金融/投资/理财



定价：48.00元



天窗文化（中国）
ENRICH CULTURE
著作权合同登记号：图字：01-2011-4195